

## LA RELAZIONE DELL'ESPERTO NELLE OPERAZIONI MERGER LEVERAGED BUY OUT (MLBO)

SANTE CASONATO  
Dottore commercialista

SOMMARIO: 1. Presupposti, rischi e ragionevolezza nelle operazioni *mlbo*. – 2. L'attestazione dell'esperto: un adempimento complesso, tra prassi e modelli. – 3. L'approccio metodologico per il rilascio dell'attestazione. – 4. La sostenibilità finanziaria. – 5. L'attestazione nella particolare ipotesi di fusione inversa. – 6. La mancata attuazione del piano; sindacato del giudice sul "merito" e responsabilità.

1. – Si sente spesso parlare di *merger lbo*<sup>1</sup> come di un'operazione atta a creare valore mediante l'utilizzo di finanza straordinaria<sup>2</sup>, traslando il costo

---

<sup>1</sup> F. BUTTIGNON, *Leveraged Buy-Out (LBO)*, in *Dizionario di Economia e Finanza, Treccani.it (L'Enciclopedia Italiana)*, [www.treccani.it](http://www.treccani.it), 2012, definisce l'operazione *lbo* come la «tecnica di acquisto di una partecipazione (totalitaria o di controllo) di una società, di un'azienda, di un ramo d'azienda o di un gruppo di attività (*target*), che ha come caratteristica quella di ricorrere al debito per finanziare la maggior parte del valore di acquisto. Il rimborso del debito così contratto è collegato alla generazione di flussi di cassa e/o alla cessione di attività del *target*». – L'art. 2501-bis c.c. ha introdotto anche nel nostro ordinamento la disciplina del *lbo*, nello schema classico di acquisizione del controllo della società *target* da parte di altra società definita *raider*, spesso appositamente costituita (*leveraged cash out*). Tale operazione è anche definita *highly leveraged transaction* (HLT), o, ancora "*bootstrap transaction*", la cui caratteristica fondamentale consiste nel fatto che tutta, o comunque la maggior parte di tale acquisizione, è finanziata "facendo leva" sull'indebitamento e permettendo alla società, attraverso un *borrower* (mutuatario), di realizzare operazioni altamente speculative che, conseguentemente, promettono tassi di rendimento molto più elevati.

<sup>2</sup> Per M. REBOA, *Le operazioni di leveraged buy out e l'art. 2501-bis*, in *Riv. dott. comm.*, 2003, 1216, un'operazione di *lbo* può essere la chiave di volta per ripensare in profondità un'impostazione strategica non più al passo con l'evoluzione dei tempi; essa, in altri termini, può rappresentare il momento di rottura con il passato e costituire l'occasione per insediare al vertice aziendale una leadership fortemente motivata e sistematicamente tesa a migliorare i risultati aziendali, sollecitata in ciò da un conto economico "irrigidito" dagli oneri derivanti dal finanziamento acceso per l'acquisizione. G. GIARETTA, *Il leveraged buy out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?*, in *Riv. di scienze della comunicazione*, 2/2012, 159, ricorda l'utilità che, secondo l'opinione prevalente, le operazioni *lbo* possono avere in termini di crescita economica e di sviluppo delle aziende e della società globalmente intesa. SCARLATA, *Tu non fallire mai: quando il codice civile incontra il codice penale... chi sopravvive?*, definisce il *lbo* "socialmente utile in quanto crea ricchezza, con impegno, grande professionalità e volontà di sviluppo, si crea valore e si evitano rischi di indebolimento competitivo, di appassimento imprenditoriale e di impoverimento delle nostre aziende".

dell'acquisizione sul patrimonio della società acquisita <sup>3</sup>.

Da un diverso punto di vista, trattasi di un'anticipata restituzione di conferimenti e riserve a favore dei soci cedenti <sup>4</sup>, finanziata con il ricorso ad un debito che verrà accollato alla società *target*, la quale dovrà ripianarlo con i rendimenti futuri, ponendo con ciò in contrasto gli interessi dei soci di maggioranza con quelli di minoranza, nonché con gli interessi dei creditori. <sup>5</sup>

Acquistare le aziende *with their own cash flows*, al di là dall'essere propriamente conciliabile con una concezione etica degli affari <sup>6</sup>, è tuttavia – a determinate condizioni – una pratica legittima <sup>7</sup>, che può essere utile e intelligente <sup>8</sup>, ma anche rischiosa e pericolosa <sup>9</sup>, perché può distruggere valore; non a caso quindi le operazioni *mlbo* assumono anche la

<sup>3</sup> MONTALENTI, *Il leveraged buyout*, Milano, 1991, 3.

<sup>4</sup> G. STRAMPELLI, *Distribuzione ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009, 21, nt. 75, fa notare che il termine “distribuzione” è inteso in senso ampio, come accade per lo più negli ordinamenti anglosassoni, ove con esso si fa riferimento non soltanto alla distribuzione di dividendi, ma anche alle restituzioni di aliquote patrimoniali ai soci mediante l'acquisto di azioni proprie o a seguito della riduzione reale del capitale sociale.

<sup>5</sup> E. TARTAGLIA, *Leveraged buy out. Rischi ed opportunità*, Rimini, 2009, 114, sottolinea che il voto della *newco*, nell'assemblea della *target* che delibera in merito alla fusione, in linea teorica può soggiacere all'applicazione degli artt. 2373 e 2479-ter c.c. (conflitto di interesse); nella realtà, se l'operazione è conforme all'art. 2501-bis c.c., cioè se la stessa risulta garantire l'equilibrio economico e finanziario della *target*, anzi con una previsione di accrescimento di valore, l'ipotesi del danno a carico della società *target* viene a cadere e, quindi, il voto risulta non inquinato da conflitto di interesse.

<sup>6</sup> Sul punto cfr. V. BUONOCORE, *Postfazione sull'etica degli affari e sull'impresa etica*, cit. in nota da C. CINCOTTI, *Merger leverage buy-out, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento*, in *Riv. soc.*, 2011, 639.

<sup>7</sup> Sulla liceità della distribuzione di dividendi finanziata mediante l'attuazione di operazioni di *leveraged cash out* cfr. M.S. SPOLIDORO, *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2008, 1035 ss. Cass. pen., 18 maggio 2006, n. 23730 ha dichiarato che il *mlbo* non ha più possibilità di qualificarsi come di interesse penale. Potrebbe tuttavia configurare bancarotta societaria, ex art. 223, comma 2, n. 2, l. fall., qualora, al momento del suo avvio, non sia sorretto da un effettivo progetto industriale e risulti, pertanto, proiettato verso un'attività incapace di generare effettiva ed adeguata ricchezza, violando così la doverosa tutela del patrimonio societario posto a garanzia dei creditori.

<sup>8</sup> S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out*, 2007, 9, fa notare che l'idea che trattisi di operazioni necessariamente “speculative” e “abusive” contrasta con la circostanza che né il promotore dell'operazione, né i suoi finanziatori, hanno motivo per pregiudicare gli interessi e le aspettative dei soci di minoranza e dei creditori della *target*.

<sup>9</sup> F. SATTIN, *Quale futuro per il private equity?*, in *Riv. dott. comm.*, 2/2012, 374. MONTALENTI, *Il leverage buy out*, in *Enc. Giur. Treccani*, 1999, la definisce “una tecnica predatoria dei patrimoni societari”. Secondo F. BUTTIGNON, *op. cit.*, “per quanto la società *target* sia accuratamente selezionata e gli interventi sul *management* e sulla gestione siano attentamente governati, il livello di rischio di queste operazioni è elevato, dato l'ampio utilizzo del debito: per questo il rendimento atteso sull'*equity* è tendenzialmente alto e il rendimento realizzato (IRR, *Internal Rate of Return*) piuttosto volatile”.

denominazione di “fusioni pericolose”<sup>10</sup>.

Nell'ordinamento italiano, la liceità delle operazioni di *mlbo* va letta in stretta relazione al divieto di assistenza finanziaria prevista dall'art. 2358 c.c., la cui problematica assume connotati nettamente diversi prima e dopo la riforma del diritto societario del 2003.

Prima dell'introduzione dell'art. 2501-*bis* c.c., il dibattito sulla liceità delle stesse era infatti particolarmente acceso, mentre all'esito della riforma, la dottrina maggioritaria e la giurisprudenza ritengono che le operazioni di *mlbo*, che rispettino il dettato dell'art. 2501-*bis* c.c., non possano più considerarsi in frode rispetto all'art. 2358 c.c.<sup>11</sup>.

La liceità<sup>12</sup> e i vantaggi di tali operazioni, specificatamente nella loro variante di *family buy out* (*fbo*)<sup>13</sup>, necessitano, in ogni caso, di particolare attenzione sotto il profilo fiscale (in termini di abuso del diritto), poiché nel contesto italiano può capitare che la legittimità delle scelte imprenditoriali rimanga “finanziariamente condizionata”, cioè tutelata nel suo “nucleo essenziale”, ma condizionata da esigenze di equilibrio di bilancio e di

<sup>10</sup> M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose* (merger leveraged buy out), in *Quaderni della Fondazione Italiana del Notariato*, Milano, 2007, rileva come il *mlbo* fra società di cui una possieda l'intero capitale dell'altra di regola non è pericoloso per i soci o per il mercato azionario, mentre può nuocere gravemente ai creditori. D. GALLETI, *Leveraged buy out ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 443. A. VICARI, *Commento all'art. 2501-*bis* c.c.*, in *Comm. Gabrielli*, vol. 3, 2015, 1494, fa notare che “a ritenere l'art. 2358 c.c. applicabile alla fusione preceduta dall'acquisizione mediante indebitamento, si dovrebbe anche, a rigore, estendere alla medesima tipologia di operazioni (per identità di ratio) l'art. 2474 c.c., con conseguente sostanziale irrealizzabilità di *merger lbo* su s.r.l.”.

<sup>11</sup> G. SALATINO, *Le operazioni di fusioni a seguito di acquisizione con indebitamento* (merger leveraged buy-out), in *Giur. comm.*, 2018, II, 374, il quale, in una interessante e critica trattazione sul meccanismo negoziale delle operazioni di *mlbo*, potenzialmente finalizzato ad aggirare il divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c., sottolinea però che «tuttora, l'inserimento nel nostro codice civile dell'art. 2501-*bis* c.c., non ha fugato ogni dubbio. E i dubbi rimangono anche all'esito della riforma dell'art. 2358 c.c. da parte del d. lgs. 4 agosto 2008, n. 142».

<sup>12</sup> A. DI PASQUALE – M.A. DE LUCA, *La riforma dell'assistenza finanziaria ai sensi del D.lgs. n. 142/2008*, in *Diritto e Pratica delle Società*, 2009, 1, 65. La norma fa salva l'applicabilità dell'art. 2501-*bis* per cui l'operazione di *lbo* sarà disciplinata dall'art. 2501-*bis* c.c. e, per quanto concerne le specifiche garanzie rilasciate dalla società bersaglio per l'acquisto delle proprie azioni, dall'art. 2358 nella nuova formulazione.

<sup>13</sup> Il *family buy out* (*fbo*) è una variante tipica del *mlbo*, che la prassi societaria ha da tempo elaborato e che si verifica nel caso in cui alcuni componenti di un nucleo familiare intendano avvicinarsi, con la volontà di mantenere la proprietà della società target nelle mani della stessa famiglia o di un ristretto numero di membri della stessa. M.C. LUPETTI, *Il finanziamento dell'operazione: family buy out*, in *I Quaderni della Fondazione Italiana del Notariato*, Milano, 2006, fa notare che fino ad oggi, da quanto risulta dalle cronache dei giornali, il *family buy out* è stato sovente utilizzato per risolvere dissidi insorti tra i membri della famiglia ricoprenti funzioni e responsabilità imprenditoriali oppure per consentire a un ramo familiare di prendere il controllo dell'azienda in situazioni di azionariato frastagliato. M. PANNELLI, *Cambio generazionale: i piani di risanamento*, in *PMI*, 2011, 39 ricorda che in Italia il fenomeno dell'impresa familiare si interseca con quello della piccola e media impresa.

sistema, che portano l'Amministrazione finanziaria a riconfigurare l'operazione ai fini di una maggiore tassazione, in un clima di oramai sistematica esigenza di cassa per evitare le gravose conseguenze sui disastri conti pubblici e sull'equilibrio sociale<sup>14</sup>.

Il pericolo dell'operazione è collegato al fatto che, col crescere della leva finanziaria, aumenta non solo il rischio dell'investimento azionario, ma soprattutto il rischio che, oltre certi limiti, il debito non possa più essere ripagato, mettendo a repentaglio la sopravvivenza dell'azienda ed esponendo i terzi e il sistema alle conseguenze dell'insolvenza<sup>15</sup>; in tale situazione, il c.d. *downside risk* non graverebbe solo sui *residual claimants*, andando invece a detrimento anche delle posizioni dei creditori e dei terzi in genere.

La distruzione del valore per effetto della fusione<sup>16</sup>, soprattutto quando l'acquirente è una *shell company*, determina una lesione degli interessi dei soci di minoranza, ponendo così il problema della legittimità dell'operazione (che giustificherebbe l'opposizione ai sensi degli artt. 2503 e 2503-bis) in tutti quei casi in cui, al termine del piano, il valore della società *target* dovesse essere inferiore a quello posseduto prima della fusione.

L'operazione si presta anche a possibili collusioni fra amministratori e soci di maggioranza, questi ultimi interessati a disinvestire il loro capitale, ottenendone il rimborso anticipato ed eludendo il divieto di restituzione stabilito dalla legge e dallo statuto<sup>17</sup>. Sebbene l'attività d'impresa sia per definizione a "rischio" e prosperi grazie al debito e al differenziale fra il costo del capitale e il profitto atteso, l'eventuale insuccesso economico, anche

<sup>14</sup> L'Agenzia delle Entrate ha recentemente emanato la criticata risposta a interpello n. 341 del 23 agosto 2019, prevedendo che un'operazione di riorganizzazione familiare mediante *fbo*, cioè attraverso la costituzione di una *newco* seguita dalla cessione alla stessa delle quote previamente rivalutate e dalla fusione inversa, possa costituire una fattispecie di abuso del diritto ai sensi dell'art. 10 bis della l. n. 212/2000, riconfigurando l'operazione come un recesso "atipico" e facendo rientrare i redditi nella categoria di redditi diversi di natura finanziaria.

<sup>15</sup> E. TARTAGLIA, *op. cit.*, 2009, 84, fa notare che il rischio più alto sia quello di *default*, ossia la dichiarazione di insolvenza.

<sup>16</sup> F. GHIBERTI, *Leveraged buy-out e bancarotta*, in *Businessjus*, 2009, 2, fa notare come "a ben guardare, i creditori di *target* (una volta divenuti creditori di *target* + *newco*), vedono eroso il patrimonio sul quale soddisfarsi da un debito contratto per acquistare azioni della stessa *target* e quindi, nella loro ottica, senza alcuna contropartita o interesse, anche perché *newco*, sotto il profilo patrimoniale e finanziario non porta nulla in dote".

<sup>17</sup> V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Le Società*, 5/2009, 578, fa notare che «in definitiva, l'operazione risulterebbe compiuta esclusivamente per agevolare l'interesse al recesso dei soci di maggioranza della società finanziatrice, in violazione delle norme secondo le quali il recesso può essere esercitato solo nei casi in cui la legge o lo statuto lo ammettono. In ogni caso essa comporterebbe una diminuzione della garanzia patrimoniale dei creditori di entrambe le società coinvolte».

quando attribuibile a scelte gestionali, potrebbe non generare responsabilità in capo agli amministratori, essendovi una sorta d'immunità a loro favore derivante dal diritto all'errore<sup>18</sup>. La discrezionalità gestoria loro concessa e la limitazione del rischio, proprio delle società di capitali, possono quindi favorire atteggiamenti di *moral hazard*, incentivando condotte di gestione altamente rischiose<sup>19</sup> e/o comportamenti opportunistici e, per effetto della separazione patrimoniale, le conseguenze negative ricadrebbero sul patrimonio sociale dell'ente, ma non su quello personale dei soci, che già sono stati liquidati.

Il pericolo che si operi una fusione con una società volutamente indebitata (*acquisition financing*), senza una valida ragione economica o industriale<sup>20</sup>, diventa in tal modo un rischio riferibile all'intero sistema economico sociale, poiché l'interesse tutelato non è tanto (o non solo) il potenziale pregiudizio in capo ai soci di minoranza e ai creditori, quanto il fatto che l'indebitamento sia stato contratto al solo fine dell'acquisizione del controllo<sup>21</sup>, con pesanti effetti distorsivi sul mercato<sup>22</sup>.

Si prefigura così l'esigenza di una tutela, che non può essere di tipo meramente negoziale o contrattuale, bensì legale, con l'imposizione di specifici obblighi e conseguenti responsabilità in capo agli organi gestori e a quelli di controllo<sup>23</sup>, che vengono gravati dal dovere di una specifica produzione documentale e da un procedimento attuativo puntualmente

<sup>18</sup> F. BONELLI, *Responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 638 ss.

<sup>19</sup> F. DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 38 ss.

<sup>20</sup> L.G. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contr. impr.*, 2003, 1433, precisa ulteriormente che gli amministratori dovranno indicare gli obiettivi dell'intera operazione; tali non devono intendersi gli obiettivi propri dell'acquirente (cioè gli obiettivi che egli intende realizzare con l'acquisizione), bensì gli obiettivi di carattere imprenditoriale che, nonostante l'indebitamento derivante dalla fusione, la società potrà raggiungere.

<sup>21</sup> Per V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501 bis c.c.*, in *Società*, 2009, 577, ciò che si intende impedire è che la complessa operazione venga usata come uno strumento per impadronirsi esclusivamente del patrimonio della controllata.

<sup>22</sup> L'Orientamento L.B.2 del COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI precisa "che dette disposizioni sono volte essenzialmente ad evitare comportamenti distorsivi del mercato e dell'economia, posti in essere sfruttando la leva finanziaria attuata mediante l'acquisto del controllo di società con finanziamenti destinati ad essere garantiti o rimborsati con il patrimonio delle medesime società acquistate. In altre parole, è nella fisiologia del sistema che una società non possa acquistare il controllo di un'altra mediante indebitamento se non sia dotata di adeguate garanzie o risorse economiche, anche solo potenziali. Tale circostanza garantisce di per sé l'impossibilità del crearsi di concentrazioni imprenditoriali prive di un adeguato piano economico e finanziario che ne assicuri la sopravvivenza, ovvero il crearsi di concentrazioni giustificate esclusivamente da intenti speculativi di breve respiro".

<sup>23</sup> F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, 17.

“controllato” e “rafforzato”, rendendo consentita la fusione con indebitamento non in via generale, ma solo nei limiti di una “ragionevolezza”<sup>24</sup> che le risorse indicate siano nel futuro capaci di ripianare l’esposizione debitoria.

È pertanto richiesta una preliminare informazione aggiuntiva, da rendere sia nel progetto di fusione (risorse finanziarie per il soddisfacimento delle obbligazioni della società post-fusione) sia nella relazione degli amministratori (piano economico e finanziario, indicando le fonti e gli obiettivi da raggiungere), che deve essere attestata da un esperto nei termini *infra* descritti<sup>25</sup>.

Ne consegue che la legittimazione delle operazioni *mlbo* deriva da una documentata e “ragionevole” sostenibilità dell’operazione<sup>26</sup>, la quale non

<sup>24</sup> Sul concetto di ragionevolezza cfr. A. RICCI, *La ragionevolezza nel diritto privato*, in *Contr. impr.*, 2005, 619 ss. Il principio di ragionevolezza, in relazione alla adeguatezza degli atti aventi valore di legge rispetto al fine perseguito dal legislatore, indica “non arbitrarietà delle scelte” e fondatezza su giuste ragioni, e trova applicazione (in base ai principi dell’economia aziendale) soprattutto quale parametro per la sindacabilità delle valutazioni dei redattori del bilancio. Nuovi ambiti di applicazione sono riscontrabili nell’ultimo comma dell’art. 2467 (e dall’art. 2497–*quinquies*). G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Comm. Busnelli*, 2010, 460, evidenzia che “la ragionevolezza va intesa non tanto come razionalità, cioè come conformità ai dettami più o meno immutabili di una scienza, ma come conformità rispetto a prassi maturate fra gli operatori di questo o quel settore del mercato”. Sulla ragionevolezza *ex* art. 2501–*bis*, comma 4, c.c., cfr. C. CINCOTTI, *Merger leveraged buy-out, sostenibilità dell’indebitamento e interessi tutelati dall’ordinamento*, in *Riv. soc.*, 2011, 646 ss. Cass., 3 settembre 1996, n. 8048, in *Giur. comm.*, 1997, II, 628, (nt. Mucciarelli) ha sancito il principio secondo cui la violazione dei limiti di ragionevolezza, così come quella concernente l’insufficiente enunciazione dei criteri di valutazione, è rimessa al giudice di merito e, se adeguatamente motivata, non è censurabile in sede di legittimità. Per F. SUPERTI FURGA, *Il merger leveraged buy-out nella prospettiva di riforma del diritto societario*, in *Riv. dott. comm.*, 2005, 1025, “di fatto la ragionevolezza finisce per coincidere con l’opinione personale del giudice e non è in alcun modo riferibile a criteri fissi di qualche attendibilità”.

<sup>25</sup> D. GALLETTI, *op. cit.*, 433, sottolinea che l’*iter* pianificatorio imposto dall’art. 2501 *bis* c.c. trova la sua giustificazione proprio sul fatto che l’operazione, se non pianificata a priori in modo controllabile, può costituire un rischio significativo per interessi di natura generale, a causa dell’elevato numero di variabili e, quindi, degli scenari da considerare.

<sup>26</sup> L’eventuale violazione delle norme contenute nell’art. 2501–*bis* del c.c. comporterà la nullità della deliberazione di fusione; nel caso in cui l’atto di fusione venga stipulato e iscritto nel registro delle imprese, la nullità sarà sanata a norma dell’art. 2504. L.M. QUATTROCCHIO – G. SASSI, *La fusione tramite indebitamento e la relazione dell’esperto*, in *ildiritto degli affari.it*, Milano, 2015, 5, fanno notare che sul piano delle condizioni sostanziali si richiede che l’operazione avvenga a condizioni di mercato, che sia debitamente valutato il merito di credito della controparte e che la misura massima dell’impegno finanziario non ecceda i limiti (utili distribuibili e riserve disponibili) fissati per l’acquisto di azioni proprie, computando anche quelle già eventualmente possedute. In mancanza anche solo di una di queste condizioni, l’operazione costituisce violazione diretta dell’art. 2358 c.c. Per L. MULA, *I soci nelle operazioni straordinarie*, Milano, 2014, 51, se l’informativa fornita dal *management* non

può prescindere da un'attenta previsione dei risultati futuri, ottenibile solo con una corretta applicazione dei principi aziendalistici di adeguatezza e prudenzialità <sup>27</sup>.

Tale maggior tutela, che attribuisce una responsabilità diretta agli operatori (cfr. § 5), è tuttavia relegata alle sole ipotesi in cui vi sia un indebitamento di "scopo" <sup>28</sup>, finalizzato cioè all'acquisizione del "controllo", dovendosi ritenere elementi essenziali alla fattispecie delineata dall'art. 2501-bis: (a) che vi sia stato un acquisto del controllo; (b) che l'acquisto del controllo sia avvenuto utilizzando lo strumento del debito; (c) che venga effettuata la fusione tra la società acquirente e la società obiettivo; (d) che il patrimonio della società *target* venga utilizzato quale garanzia generica o fonte di rimborso di tale indebitamento <sup>29</sup>.

Vanno quindi distinte: (i) le fusioni che rientrano nella fattispecie in esame, nel qual caso il piano (dal contenuto sia finanziario che industriale)

---

contempla il rimborso integrale dell'indebitamento contratto per l'acquisizione, ovvero i dati previsionali si rivelano incongrui rispetto al rimborso dell'indebitamento, si verterà in un'ipotesi di illiceità dell'operazione, censurabile in prima battuta nel corso dell'assemblea di approvazione e successivamente in sede giurisdizionale.

<sup>27</sup> D. BALDUCCI, *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, Milano, 2019, 250, sottolinea come la relazione degli esperti è garante della ragionevolezza, esaminando, da posizioni esterne, i meccanismi finanziari che ne stanno alla base, in un'ottica di corrispondenza a principi di corretta gestione aziendale della tecnica di acquisizione societaria basata sull'indebitamento. La terzietà degli esperti ancora i controlli ad imparzialità di operato e di giudizio, critico o rafforzativo delle conclusioni esposte dall'organo amministrativo.

<sup>28</sup> Per M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose*, (merger leveraged buy out), in *Riv. soc.*, 2004, 233, i finanziamenti debbono sorgere e trovarsi in relazione di "mezzo a scopo" rispetto all'acquisizione del controllo. D. GALLETTI, *op. cit.*, 439, arriva così alla conclusione che se il finanziatore ha concesso il prestito avvalendosi delle normali tecniche di copertura e valutazione del rischio di credito, non confidando nei risultati prospettici di un'operazione di *lbo*, non è integrato il rischio tipico presupposto dalla norma. Tuttavia, nel caso ove l'acquisto del controllo sia finanziato dal *raider* interamente con mezzi propri, il finanziamento successivo dell'attività corrente (e successivo anche alla fusione) imporrà l'applicazione della norma ove esso sia pianificato sin dall'inizio come ricorso all'indebitamento necessario per completare l'operazione, anche se in ipotesi l'erogazione della somma sia prevista per un periodo di tempo successivo alla fusione; il prestito può dirsi contratto "per" l'acquisto del controllo, in un nesso funzionale, e non già meramente cronologico.

<sup>29</sup> L. ARDIZZONE, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*. *Commento all'art. 2501 bis*, in *Comm. Marchetti*, 2006, 475 ss. Trib. Milano, 14 agosto 2015. in *De Jure*, ha chiarito come "detto articolo non abbia ad oggetto la disciplina di qualunque fattispecie di fusione con indebitamento, ma solo quelle mediante le quali un soggetto mira ad ottenere il controllo, non disponendone dunque in precedenza, di una società: in tale senso appare deporre il dato testuale del primo comma [...] entro un novero di fattispecie evidentemente più vasto e non illecito: e ciò al fine di imporre una disciplina più stringente, attesi i pregnanti obblighi informativi dettati dai commi successivi all'ipotesi in cui la fusione abbia quale finalità l'acquisizione del controllo, così configurandosi un intento di specifica tutela degli interessi degli azionisti di minoranza della società bersaglio".

sarà obbligatorio e dovrà essere oggetto di analisi da parte dell'esperto; (ii) le altre fusioni (i.e. se l'acquirente è in grado di sostenere e ripianare *stand alone* il debito acceso per l'acquisizione), nel qual caso il piano non sarà comunicato all'esterno, restando agli atti delle società interessate all'operazione e non rendendo necessario il giudizio dell'esperto.

Sono escluse dal perimetro dell'art. 2501 *bis* c.c. le fusioni in cui l'indebitamento sia solo generico, o quando non venga acquisito il controllo, bensì una quota di minoranza <sup>30</sup>, ovvero quando l'acquisto sia effettuato per incrementare una precedente partecipazione già di controllo <sup>31</sup>.

È opinione consolidata che nella definizione di "indebitamento" siano ricompresi anche i prestiti obbligazionari a ciò destinati, i debiti derivanti dalla dilazione di pagamento eventualmente concessa dai cedenti, i finanziamenti effettuati dai soci <sup>32</sup> e quelli in precedenza ricevuti dalla controllata nei limiti del nuovo art. 2358 c.c., senza che rilevi, quindi, la tipologia del contratto <sup>33</sup>.

In una prospettiva sostanzialistica, è evidente che nei casi interessati da una ristretta base societaria delle società coinvolte la norma potrebbe prestarsi a forme elusive, per cui la nozione di controllo (che qui interessa) non deve necessariamente essere circoscritta alle sole fattispecie di controllo azionario contemplate dai nn. 1) e 2) dell'art. 2359 c.c., ma va interpretata tenendo conto degli interessi tutelati dalla disposizione <sup>34</sup>, con la conseguenza che deve intendersi rilevante qualsiasi forma di controllo che consenta ad un socio (che prima non aveva tale potere) di influire direttamente ed in maniera determinante sui procedimenti decisionali della società.

Non essendo possibile formulare né un giudizio *a priori*, né una catalogazione che distingua le operazioni tra lecite e illecite <sup>35</sup>, ogni *mlbo*

<sup>30</sup> L'Orientamento L.B.1 del COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI ritiene rilevante anche il finanziamento per l'acquisto della partecipazione che di per sé non garantisca il controllo, ma che se sommata con le eventuali altre partecipazioni detenute dalla incorporante (mediante acquisto senza indebitamento avvenuto prima o dopo quello con indebitamento), garantisca detto controllo.

<sup>31</sup> Sul punto la posizione non è unanime. A. VICARI, *op. cit.*, 1494, fa notare come la norma sia applicabile anche se il controllo preesiste al finanziamento, ove questo sia finalizzato ad assicurare un controllo acquisito in precedenza mediante indebitamento e, secondo un'opinione tuttavia minoritaria, anche al caso di operazioni finanziate per il mero rafforzamento del controllo.

<sup>32</sup> L.G. PICONE, Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario, in *Contr. impr.*, 2003, 140.

<sup>33</sup> G. SALATINO, *op. cit.*, 383, ritiene, in sintesi, che non vi siano vincoli rispetto alla "forma" dell'indebitamento.

<sup>34</sup> M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 232.

<sup>35</sup> Trib. Milano, 13 maggio 1999 (c.d. sentenza Trenno), ha introdotto il principio secondo cui la legittimità delle operazioni di *mlbo* non è giudicabile a priori, ma richiede una valutazione caso per caso volta ad accertare se l'operazione sia posta in essere con l'unico scopo di ottenere un effetto vietato per legge, oppure se sia



deve quindi essere esaminato con attenzione nella sua specificità, proprio al fine di renderlo legittima, colmando o riducendo l'asimmetria informativa tra vecchi e nuovi investitori nella società *target* ed imponendo una piena *disclosure* del piano economico e finanziario e dell'analisi di sostenibilità su cui si fonda l'operazione medesima.

Il giudizio sulla serietà dell'operazione e sulla "ragionevolezza" del processo valutativo compiuto dagli amministratori è affidato ad un *expertise* di congruità da parte di un soggetto qualificato e indipendente (come previsto dal comune disposto degli artt. 2501-*bis* e 2501-*sexies*, c.c.), prescelto all'interno di una specifica categoria di soggetti e designato dal tribunale solo qualora la società risultante dalla fusione sia una società per azioni (o in accomandita per azioni).

L'attività di quest'ultimo ha preliminarmente una funzione informativa, in quanto aiuta i destinatari (soci e creditori) ad analizzare e comprendere le indicazioni fornite dall'organo amministrativo, garantendo *ex ante* la qualità del progetto; allo stesso tempo, ha però anche la principale funzione di rinnovare il giudizio sulla sostenibilità dell'operazione, che i destinatari non hanno potuto condividere nell'ambito del processo <sup>36</sup>.

Trattasi quindi di un "parere qualificato" <sup>37</sup> nell'ambito di una funzione di controllo esterna, che ha per oggetto, essenzialmente, il risultato di un autonomo e indipendente processo estimativo delle conclusioni dell'organo gestorio, costituendo un rimedio preventivo interno al processo di fusione; tale attività non si sovrappone a quella dell'organo amministrativo, né la duplica, così che quest'ultimo mantiene inalterata la piena responsabilità conseguente all'analisi sulla sostenibilità dell'operazione.

L'esperto non dovrà quindi "rifare" una stima, ma dovrà attestare la correttezza sostanziale del risultato delle valutazioni compiute dagli amministratori e la sua funzione ha quindi un "carattere pubblicistico", connesso al rispetto della realtà e alla consistenza del capitale sociale <sup>38</sup>;

---

espressione di reali esigenze imprenditoriali. Cass., 18 maggio 2006, n. 23730, *cit.*, Trib. Milano, 27 novembre 2008, n. 14099, ha ritenuto che solo attraverso lo strumento della pianificazione, soprattutto finanziaria, si può discernere il lecito dall'illecito: l'operazione è quindi legittima se il progetto di fusione o gli altri documenti informativi depositati a corredo del progetto di fusione contengono informazioni adeguate ed attendibili circa la disponibilità delle risorse finanziarie necessarie a garantire la continuità dell'equilibrio finanziario della società *target*; se così non è, la fusione potrebbe rivelarsi fonte di danno.

<sup>36</sup> S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 99.

<sup>37</sup> D. BALDUCCI, *op. cit.*, 253, ricorda che il giudizio reso dall'esperto è tecnicamente una "*fairness opinion*" e non una "valutazione", da ritenersi, quindi, non vincolante, mancando di efficacia cogente.

<sup>38</sup> A. NEGRI CLEMENTI – L. PLATTNER – A. DEL GUERRA, Gli esperti indipendenti nell'ambito delle società di capitali: ruolo, doveri e responsabilità, in *Valutazione delle aziende*, 10/2010, 57.

inoltre, il giudizio esterno si rende sempre obbligatorio, anche nelle ipotesi in cui dovesse mancare un rapporto di cambio, ovvero nei casi di fusioni “semplificate” ex artt. 2505 e 2505-bis c.c.<sup>39</sup>.

L’attestazione “positiva” rappresenta quindi il requisito di validità della fusione, e i soci non possono disattivare lo strumento di tutela, neppure deliberando all’unanimità la fusione in presenza di un’attestazione “negativa”, perché la funzione dell’esperto non è rivolta solo a loro, ma anche (e soprattutto) ai creditori e al mercato <sup>40</sup>.

2. – Dovendo render chiaro se (e in che misura) il patrimonio sociale corra il rischio di un utilizzo a servizio dell’investimento dei soci, piuttosto che dei creditori<sup>41</sup>, si rende necessario capire quale sia il contenuto dei documenti richiesti dalla norma.

Sia la dottrina che la giurisprudenza, lungi dal chiarire il loro oggetto e la loro portata<sup>42</sup>, non danno indicazioni in termini di tecnicità, né agli amministratori (per la redazione del piano e della documentazione a

---

<sup>39</sup> L’art. 2501 bis u.c. dispone, infatti, che alla fusione a seguito di acquisizione con indebitamento non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505 bis c.c., relativi alla c.d. fusione semplificata. Sull’obbligatorietà della relazione dell’esperto anche nell’ipotesi di fusione semplificata cfr. L.A. MISEROCCHI, *La fusione*, in AA.Vv., *Il nuovo ordinamento delle società*, in Consiglio Notarile di Milano (a cura di), *Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 382; N. ATLANTE, *La fusione*, in CNN, *Studi sulla riforma del diritto societario*, Milano, 2004, 522; G. SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni “semplificate” nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, 903. Anche l’Orientamento L.B.4 del COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI prevede che “la relazione di cui all’art. 2501-sexies c.c., essendo irrilevante il rapporto di cambio in virtù dell’opzione di acquisto offerta agli altri soci, può attestare esclusivamente quanto richiesto dall’art. 2501-bis, c.c., quarto comma”. Nello stesso Massima n. 60 del Consiglio Notarile di Milano, secondo cui l’attestazione deve essere resa anche nell’ipotesi di fusione per incorporazione di società interamente posseduta o comunque in ogni altra ipotesi in cui non sia richiesto il parere di congruità sul rapporto di cambio. F. MAGLIULO, *La fusione post acquisizione con indebitamento nella disciplina del nuovo diritto societario*, in *Quaderni della Fondazione Italiana del Notariato*, Milano, 2006, ritiene che la relazione dell’esperto si rende comunque obbligatoria perché arricchisce l’informativa ai terzi con contenuti specifici.

<sup>40</sup> S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 103. *Contra*, nel senso che la relazione negativa non preclude l’attuazione della fusione, cfr. L. ARDIZZONE, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento. Commento all’art. 2501 bis*, in *Comm. Marchetti*, Torino, 2006, 505, richiamato da A. MAFFEI ALBERTI, in *Comm. breve al diritto delle società*, Padova, 2017, 1718. Nello stesso anche D. BALDUCCI, *op. cit.*, 253, il quale fa tuttavia presente che anche se il giudizio dell’esperto non sia da ritenersi vincolante, sul piano strettamente pratico, un eventuale parere contrario costituirebbe, senza dubbio, una remora a porre in essere l’operazione, andando, il più delle volte, ad intaccare la fattibilità della fusione in trattazione, impedendone l’avveramento, ossia lasciandola incompleta.

<sup>41</sup> Massima del Consiglio Notarile di Milano n. 60/2004.

<sup>42</sup> C. CINCOTTI, *Leveraged buy out*, in AA.Vv., *Trasformazione, fusione, scissione*, Milano, 2014, 525.

supporto dell'operazione), né all'esperto per l'esame di "ragionevolezza"<sup>43</sup>, così che le indicazioni devono essere desunte dalla prassi e dalla scienza aziendalistica<sup>44</sup>.

Da una prima lettura, sembrerebbe che l'esperto debba limitarsi a prendere in considerazione soltanto il progetto di fusione e, in particolare, le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società. Tuttavia, poiché sussiste un legame funzionale tra le "risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni" e l'individuazione della "fonte di tali risorse sulla base di un apposito piano industriale", il richiamo alla "ragionevolezza" disposto dall'art. 2501-bis, comma 4, impone un *iter* molto più complesso, di carattere intrinsecamente valutativo<sup>45</sup>.

Nello specifico, deve necessariamente essere valutata la sostenibilità finanziaria del piano, ovvero la ragionevolezza e la congruità dei dati previsionali posti a fondamento dell'operazione, effettuando un sostanziale "processo revisionale dei dati prospettici", con un vaglio critico, rimanendo l'esperto responsabile delle proprie scelte.

Il piano elaborato dagli amministratori rappresenta il fulcro su cui poggia l'intera operazione di fusione, per cui, al fine di limitare i profili di soggettività, il giudizio su di esso non potrà che essere ancorato ai canoni di valutazione riconosciuti per prassi, cioè facendo ricorso ai principi emanati dalle associazioni di categoria e dagli organismi contabili nazionali ed internazionali in tema di pianificazione economico-finanziaria<sup>46</sup>, adattati ai

<sup>43</sup> S. CHIARUTTINI, *Il contenuto dell'attestazione professionale*, in M. FABIANI – A. GUIOTTO (a cura di), *Il ruolo del professionista nei risanamenti aziendali*, Torino, 2012, 67.

<sup>44</sup> L'esperienza insegna che gli imprenditori che intendono realizzare operazioni di questa natura debbono essere supportati da una squadra di professionisti multidisciplinari, con profonda conoscenza delle tecniche, al fine di avere un'assistenza variegata in grado di affrontare le diverse problematiche che possono emergere nel corso dell'esecuzione della transazione. Per un esauriente approfondimento sui metodi utilizzabili per la valutazione delle aziende cfr. GUATRI – BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 2005, e A. DAMODARAN, *Valutazione delle aziende*, Rimini, 2014. Per le dinamiche di formazione e criteri di stima nelle aziende di famiglia cfr. R. TISCINI, *Il valore economico delle aziende di famiglia*, Milano, 2001.

<sup>45</sup> L.M. QUATTROCCHIO – G. SASSI, *op. cit.*, 9.

<sup>46</sup> G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 176, richiamando la contrapposizione tra *rules* e *standards*, osserva che mentre sono dettati criteri di legge per la redazione dei bilanci annuali, per contro difetta una disciplina legislativa dei criteri per la previsione del futuro andamento dei flussi di cassa e precise indicazioni non provengono neppure dalla prassi. Tra le *best practices* per la redazione dei piani industriali si segnala: BORSA ITALIANA, *Guida al piano industriale*, Milano, 2003, § 1.2, in [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it), ove si precisa che dal punto di vista terminologico, coerentemente con quanto specificato all'interno dei Regolamenti di Borsa Italiana, il termine *action plan* viene sostituito anche dal termine "piano industriale", piuttosto che "business plan"; quest'ultimo termine, sebbene a volte inteso come il documento redatto in occasione dell'avvio di una nuova iniziativa imprenditoriale (*start-up*), nella prassi è spesso

requisiti richiesti in tema di *mlbo*.

Il piano previsto dall'art. 2501-*bis* c.c. rappresenta, invero, una tipologia peculiare di documento programmatico, assimilabile ad un piano connesso ad una nuova iniziativa imprenditoriale, ma che trova al contempo anche una naturale correlazione con il piano industriale previsto dall'art. 2381 c.c.<sup>47</sup>; ha quindi caratteristiche sia retrospettive che prospettiche<sup>48</sup>.

La sua valutazione ad opera dell'esperto rappresenta un adempimento informativo non semplice, per molti versi controverso, perché postula, a monte, una valutazione della sostenibilità finanziaria e, ancor più a monte, un giudizio sulla ragionevolezza del documento previsionale redatto dagli amministratori, richiedendo quindi una buona padronanza delle tecniche impiegate dai modelli sistemici aziendali e una discreta capacità di giudizio sulle principali assunzioni, di impresa e di ambiente, poste a fondamento delle proiezioni economiche<sup>49</sup>.

La difficoltà è quindi duplice: da un lato i dati previsionali non hanno

---

usato come sinonimo di piano industriale. La dottrina aziendalistica distingue tra "*business plan*" e "*piano industriale*" ex art. 2381. Più precisamente, secondo C. BARROW – BARROW – R. BROWN, *The business plan workbook*, 1998, il "*business plan*" è "il documento redatto in occasione dell'avvio di una nuova iniziativa imprenditoriale al fine di ricercare i finanziamenti necessari a sostenere lo start-up dell'impresa, [...] si sofferma principalmente sulle previsioni economico-finanziarie volte ad individuare il fatturato di pareggio e la stima del tempo necessario a raggiungerlo". Per L. BRUSA, *Attuare e controllare la strategia aziendale: mappa strategica e balanced scorecard*, Milano, 2007, il piano industriale di cui all'art. 2381 "si inserisce, invece, nel processo di pianificazione strategica, ovvero in quel processo sistematico e regolare, con scadenze e procedure determinate, che coinvolge l'alta direzione dell'impresa e si articola in un arco di tempo pluriennale nelle seguenti macro-fasi: (i) revisione dei programmi in corso; (ii) formulazione di nuovi programmi; (iii) simulazione delle conseguenze economico-finanziarie di tali programmi, attraverso la stesura di un piano in cui sono contenute le informazioni prodotte nelle fasi precedenti, esplicitate in termini quantitativi (piano economico, finanziario e patrimoniale) e qualitativi (obiettivi, strategie, iniziative strategiche, fattori critici di successo)". Altri spunti in FNC, *La predisposizione del piano industriale nell'ambito della crisi d'impresa: brevi note sui profili metodologici e sui prospetti informativi*, 2016; CNDCEC, *Linee guida alla redazione del business plan*, Roma, 2011; CNDCEC, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, Roma, 2017.

<sup>47</sup> Il piano ex art. 2501 *bis* è una previsione sull'andamento atteso formulata dall'organo amministrativo, che fa leva su una serie di elementi quantitativi e qualitativi dai quali l'esperto rimane estraneo, con particolare riferimento non solo alla strategia e alle azioni che la società intende promuovere nel periodo (non difforni da una normale attività), ma anche – e soprattutto – ai dati quantitativi relativi all'evoluzione del "mercato".

<sup>48</sup> L.M. QUATTROCCHIO – G. SASSI, *op. cit.*, 20. Retrospettive, in quanto deve tenere in considerazione il piano industriale (ex art. 2381 c.c.) delle società *ante* fusione, al fine di risalire alla fonte delle risorse finanziarie che hanno permesso l'acquisizione ed alla situazione economico-finanziaria alla data dell'operazione; prospettico, giacché deve confermare (al pari di un *business plan*) la ragionevolezza dell'operazione, esplicitando le previsioni economico-finanziarie che giustificano gli obiettivi che si intendono raggiungere dopo la fusione.

<sup>49</sup> M. REBOA, *op. cit.*, 1223.

ancora avuto alcuna certa manifestazione, essendo il frutto di proiezioni e di attese future dall'organo gestorio, dall'altro lato, i fattori sia endogeni che esogeni, su cui il piano è costruito, ne influenzano potenzialmente l'attendibilità, rendendo particolarmente delicato il problema della valutazione delle ipotesi che lo sottendono; è esperienza comune, infatti, che il fattore tempo incida sulle sue possibilità di successo.

Poiché i dati previsionali sono in genere la proiezione di quelli registrati nel passato, la "ragionevolezza" richiesta dovrà essere apprezzata anche alla luce delle regole dettate dai principi contabili e di revisione, nonché dalle prassi contabili riferibili al caso di specie.

Il piano deve essere giudicato idoneo nel momento in cui viene formato, in un'ottica di probabilità di riuscita; si tratta, pertanto, di una valutazione che può essere sconfessata dai fatti, ma che rileva sui criteri oggettivi di analisi adottati dal professionista, poiché l'analisi non potrà mai essere effettuata in modo arbitrario e non giustificato.

L'esperto deve inoltre esulare da qualsiasi ragionamento o considerazione in ordine alla convenienza della fusione e alle conseguenze della sua approvazione in capo ai soci<sup>50</sup>, limitandosi a svolgere un ruolo meramente tecnico di verifica della ragionevolezza delle previsioni formulate dagli amministratori.

Argomentando *ex art.* 2503, comma 1, ultima parte, c.c. il problema sembrerebbe limitato nel valutare se i flussi di cassa prospettici evidenzino la sostenibilità del debito da parte della società risultante dalla fusione<sup>51</sup>; essendo proprio questo il compito, nelle mere ipotesi di cui all'art. 2501-bis l'eventuale perdita di valore della società non sembra rappresentare un elemento di cui debba farsi carico, perché l'eventuale minor valore inciderà in capo ai soci di minoranza, ma non in capo ai creditori.

L'esperto si limiterà perciò ad attestare solo la sostenibilità dell'operazione, con l'affiancamento di una coerente e ordinata enunciazione dei criteri ricognitivi, estimativi e prognostici seguiti, così da permettere un immediato apprezzamento dell'*iter* logico che sta alla base del suo giudizio, cioè: (i) sul corretto utilizzo delle metodologie di stima caratterizzanti il piano; (ii) sulla "ragionevolezza" dei flussi nel periodo; (iii) sulla tempistica del loro realizzo; (iv) sul rispetto delle garanzie implicite rappresentate dal

---

<sup>50</sup> C. CINCOTTI, *op. cit.*, 659. Il documento Aristeia n. 50, intitolato *La fusione a seguito di acquisizione con indebitamento* (merger leveraged buy out), emanato dell'IRDEC, Roma, 2005, 8, esclude che gli esperti siano chiamati a valutare nel merito l'operazione di *mlbo*. In altre parole, gli esperti devono valutare la sostenibilità finanziaria del *business plan* ovvero la ragionevolezza e la congruità dei dati previsionali posti a fondamento dell'operazione di *mlbo*, segnalando l'eventuale difformità tra quanto sostenuto dagli amministratori e le verifiche da loro compiute.

<sup>51</sup> C. CINCOTTI, *op. cit.*, 671.

capitale sociale e dalle risorse finanziarie, tenendo conto dei vincoli imposti dai *covenants*.

L'esperto dovrà invece tener conto dello *shareholder value* solo nel caso in cui sia chiamato ad attestare anche la congruità del rapporto di cambio; in tal caso, il discorso si fa più complesso, poiché l'identificazione di tale rapporto non è sempre banale, basandosi su stime ante e post fusione delle società interessate, rendendolo responsabile (art. 2501-*sexies*, comma 6, c.c.), dei danni causati e misurabili nella differenza tra il concambio applicato e quello congruo; quest'ultimo è inteso come il rapporto che trasferisce l'eventuale minusvalore da fusione solo in capo alla società responsabile dell'impoverimento, consentendo ai soci di minoranza di non subire pregiudizio sul valore della partecipazione detenuta<sup>52</sup>.

Ciò spiega perché, nella prassi, le operazioni *mlbo* prevedano spesso il preliminare acquisto della totalità del capitale della società *target*, obbligando successivamente i soci che sono stati liquidati (o alcuni di essi) a reinvestire parte del corrispettivo ricevuto nella società *raider*; in tal modo, non si creano problemi di concambio, sterilizzando i rischi di impugnazione da parte della minoranza.

Può capitare che il giudizio dell'esperto possa essere negativamente condizionato dal grado di collaborazione degli amministratori (e delle società) ai quali è indirizzato, basandosi, per lo più, sull'elaborazione di dati e informazioni forniti dalla società, senza un autonomo obbligo di verifica e di *due diligence*<sup>53</sup>, così da poter risultare anche gravemente inficiato ove fosse stato formulato sulla base di dati o informazioni incompleti, non attendibili o, peggio ancora, non veritieri.

A tal fine, l'esperto potrà fare leva sui poteri a lui concessi dall'art. 2501-*sexies*, comma 5<sup>54</sup>, ottenendo dalle società partecipanti alla fusione tutte le

<sup>52</sup> Trib. Milano 27 novembre 2008, in *Foro it.*, 2009, 2545.

<sup>53</sup> Il tenore letterale della norma si rifà a dati prospettici e non già ai dati storici, in relazione ai quali l'esperto non rende un giudizio di conformità al vero. Per L.G. PICONE, *Il leverage buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contr. e impr.*, 2003, 1446, la nozione di attestazione è normalmente intesa come dichiarazione di scienza, che mal si concilia con l'attività richiesta all'esperto dalla norma in esame, per contro riconducibile ad un'attività valutativa: in tal senso l'attestazione non si può risolvere in una garanzia di veridicità dei risultati indicati dagli amministratori.

<sup>54</sup> S. CACCHI PESSANI, *Commento all'art. 2501-*sexies* c.c.*, in *Comm. Marchetti*, Milano, 2006, 610, nt. 42. IRDEC, Documento Aristeia n. 50, intitolato *La fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (merger leveraged buy out)*, 2005, 8, ritiene che i medesimi poteri informativi e ispettivi siano riconosciuti agli esperti anche quando sono chiamati a redigere la relazione sulla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di *mlbo*. Secondo lo stesso studio, ciò apre il delicato problema del conflitto del diritto-dovere dell'esperto di acquisire tutti i possibili elementi di giudizio e il diritto-dovere degli amministratori di conservare la segretezza necessaria sui segreti aziendali, concludendo per la prevalenza del primo sul secondo in forza del vincolo di segretezza, anche penalmente sanzionato, incombenza sull'esperto.

informazioni e i documenti utili per procedere ad ogni necessaria verifica. Nel caso in cui gli organi amministrativi non prestino la necessaria collaborazione o non forniscano all'esperto le informazioni e i documenti necessari, l'esperto dovrà dare conto di ciò nella propria relazione, formulando riserve sulle proprie conclusioni, senza tuttavia potersi rifiutare di redigerla.

3. – In un'ottica di economia ed efficienza, una volta nominato, l'esperto potrà legittimamente iniziare la propria attività anche prima che gli amministratori rilascino la versione definitiva del piano; ciò gli permetterà di acquisire le informazioni di base, necessarie per una ragionevole sicurezza sui dati di partenza e sulle assunzioni a fondamento del piano, non essendo ciò pregiudizievole né degli interessi tutelati dalla legge, né dell'obiettività e indipendenza del suo lavoro<sup>55</sup>.

Il convincimento, ragionevole e non arbitrario, sulla "fattibilità" del programma <sup>56</sup> potrà infatti essere verosimilmente raggiunto solo dopo un lungo e complesso *iter* valutativo sulla corretta applicazione dei metodi adottati, per cui è consigliabile assumere fin da subito tutta quella serie di informazioni necessarie a comprendere l'attività delle società interessate alla fusione e farsi un convincimento sul grado di capacità di programmazione da parte del *management*.

L'attività dovrà essere organizzata improntando l'analisi con riferimento al settore in cui opera la società risultante dalla fusione e pianificando il lavoro lungo le seguenti fasi:

– *comprensione dell'attività* svolta dalle società e delle modalità di fusione<sup>57</sup>;

<sup>55</sup> S. CACCHI PESSANI, in *Comm. Marchetti*, Milano, 2006, 611.

<sup>56</sup> Per fattibilità s'intende un giudizio prognostico sul piano, inteso quale astratta potenzialità, alla data di redazione del documento, di raggiungere l'obiettivo indicato, da un punto di vista strettamente tecnico. Il piano deve essere giudicato idoneo nel momento in cui viene formato, in un'ottica di "verosimile fattibilità" e, dunque, in un'ottica di probabilità di riuscita. Si tratta, pertanto, di una valutazione che può essere sconsigliata dai fatti, ma che rileva in quanto condotta secondo criteri oggettivi di analisi da parte del professionista. Non va infatti dimenticato che trattasi pur sempre di un piano, la cui certezza non va data per scontata, sia per fattori endogeni, sia per fattori esogeni (mercato e macrocongiunture) all'azienda.

<sup>57</sup> Il documento n. 114 Assirevi, § IV-b), prevede la necessità di acquisire un'adeguata conoscenza dell'attività svolta dalla società al fine di valutare se tutte le ipotesi rilevanti per la preparazione dei dati previsionali siano state identificate, nonché con riferimento al processo di preparazione dei dati previsionali. Le procedure comprendono, tra l'altro, un'analisi dei principali indicatori aziendali quali la redditività storica e prospettica normalizzata, i dati storici e prospettici del capitale circolante, della posizione finanziaria netta e i flussi di cassa anch'essi normalizzati, individuando e analizzando gli aspetti di variabilità e vulnerabilità delle ipotesi sottostanti ai dati previsionali. L'analisi del piano così condotta deve consentire di esprimersi sulla ragionevolezza delle ipotesi sottostanti il piano. Si

– *analisi del processo di budgeting* e della capacità del management di esprimere performance economiche e finanziarie di *budget* coerenti con quelli che sono i corrispondenti dati a consuntivo<sup>58</sup>;

– *analisi del piano*, con particolare riferimento alla *coerenza dei risultati* conseguiti nel passato e alla ragionevolezza delle ipotesi di base (assunzioni)<sup>59</sup>;

– *analisi della corretta e adeguata rappresentazione* del piano, attraverso il controllo sulla corretta applicazione delle ipotesi contenute nella quantificazione dei dati economici, patrimoniali e finanziari, nonché sull'accuratezza matematica dei prospetti presentati, poiché l'errore è probabile in ogni elaborato, soprattutto in quelli più complessi;

– *analisi di sensitività*<sup>60</sup>, finalizzate a stimare l'impatto sulle capacità di rimborso del debito in presenza di potenziali variazioni negative dei principali *drivers* caratterizzanti la pianificazione.

Nell'ambito di tale programmazione, l'esperto dovrà prima di tutto accertarsi che l'art. 2501-bis c.c. non venga violato in ordine al mero profilo informativo del procedimento; deve cioè verificare che il piano e gli altri documenti informativi, depositati a corredo del progetto di fusione, siano sufficientemente esaustivi circa la disponibilità delle risorse finanziarie necessarie a garantire l'equilibrio finanziario della società *target*, assicurandosi che le informazioni recepite siano idonee e inerenti a

---

dovrà inoltre tenere conto dei risultati emersi dalla revisione contabile e/o dalla revisione contabile limitata svolta sui bilanci consuntivi al fine di accertare se i dati previsionali sono stati redatti sulla base di principi contabili omogenei rispetto ai principi utilizzati per la preparazione dei bilanci storici.

<sup>58</sup> Trattasi della c.d. "coerenza interna". Per G. SAVIOLI, *L'attestazione del professionista nelle procedure di composizione negoziali delle crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 3/2010, 277, tale analisi è di fondamentale importanza, poiché esprime la capacità dei *managers* e degli amministratori dell'impresa di elaborare i piani; se ogni anno vi sono scostamenti rilevanti, significa che chi predispone i piani non è particolarmente abile o che alcune variabili chiave sono ad alto tasso di volatilità e, quindi, difficilmente prevedibili.

<sup>59</sup> Il giudizio sulla sostenibilità comporterà così, oltre ad un'accertata ragionevolezza delle ipotesi di base, anche l'analisi del piano in relazione agli andamenti attesi nel settore, verificando, se possibile, sia i dati storici che le previsioni anche con documentazione esterna all'azienda (analisi di mercato, tendenze del settore, *benchmark*, ecc.) in modo da supportare il convincimento dell'esperto.

<sup>60</sup> F. BUTTIGNON, *La valutazione d'azienda nelle operazioni di lbo*, in *La valutazione delle aziende*, n. 38, 2005, 23, fa notare che l'analisi di scenario è utile anche per trovare il "contesto operativo minimale che consente di soddisfare i contratti con i finanziatori e generare valore per gli azionisti". M. BANA, *Crisi e risanamento d'impresa: soluzioni stragiudiziali e concordatarie*, Torino, 2015, 770, conferma che "l'attestatore deve, poi, procedere con l'analisi di sensitività e gli *stress test* [...] al fine di comprendere se il piano conservi o meno la propria tenuta prospettica, sotto il profilo della sostenibilità economico-finanziaria. L'analisi assume particolare rilevanza anche con riguardo alla bancabilità, con peculiare riferimento al rispetto dei c.d. *covenants*". Sull'obbligo dei test di sensitività cfr. anche L. MULA, *op. cit.*, 52.



rappresentare la capacità finanziaria di rimborso del debito contratto, indicando i metodi seguiti e le difficoltà di valutazione incontrate.

Dovrà inoltre verificare che la relazione degli amministratori abbia puntualmente dato conto degli accordi intercorsi tra la società acquirente e i terzi finanziatori circa l'ammontare del debito contratto per l'acquisizione, le modalità e le tempistiche previste per la sua estinzione, nonché tutte le altre condizioni collegate, quali la capacità della società di rispettare gli eventuali *covenants*, essendo tali indici patrimoniali e reddituali verosimilmente imposti con l'operazione<sup>61</sup>.

Sotto questo profilo, particolare attenzione dovrà essere prestata anche sulla reperibilità del credito; più precisamente, andrà verificato che il ricorso al capitale di debito sia fattibile e comprovato da idonei documenti e/o da apposite dichiarazioni rilasciate dai soggetti finanziatori, analizzando criticamente la capacità di indebitamento e il potenziale profilo di rischio della società (*rating*).

In difetto, l'attestazione non potrà mai superare il vaglio di legalità imposto dall'art. 2501-bis c.c., perché, sul piano logico argomentativo, i principi di coerenza, di accuratezza e di completezza sarebbero necessariamente violati<sup>62</sup>.

Andrà anche verificato che l'arco temporale del piano prenda in considerazione il periodo necessario per il completamento dell'operazione, ossia l'estinzione del debito di scopo contratto per l'acquisto della società *target*<sup>63</sup>. Se il rientro del debito dovesse estendersi oltre il periodo temporale interessato dal piano, l'attestazione sarà comunque possibile, ma a condizione che gli amministratori abbiano giustificato il raggiungimento delle condizioni di equilibrio alla fine del periodo interessato dal piano e che

---

<sup>61</sup> G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 29, fa notare che le evidenze provenienti dalla prassi dimostrano come i creditori usualmente richiedano (nonostante la protezione loro assicurata in via legislativa) garanzie alla società o impongano ad essa specifiche condizioni mediante la sottoscrizione di *covenants*, così che parte della dottrina confida sul fatto che la libera contrattazione fra le parti possa condurre ad un'equa composizione dei contrapposti interessi dei soci e dei creditori e considera di conseguenza opportuno rimettere all'autonomia negoziale la tutela di questi ultimi.

<sup>62</sup> Sul punto cfr. L.A. BIANCHI, *Appunti su sindacato giudiziario e valutazioni d'azienda*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 177 ss., il quale fa notare come "il sindacato da parte del giudice di qualsiasi operazione estimativa relativa a operazioni di finanza straordinaria "passa", in ragione della sostanziale unitarietà, anche giuridica, di siffatta categoria, dall'applicazione di un corpus comune di principi e regole che, in quanto di matrice giuridica, devono ritenersi di carattere generale e sovraordinato rispetto a quelli "tecnici". Principi e regole la cui "giuridicità" discende dalla constatazione che l'attività valutativa compete in via esclusiva agli amministratori, costituendo una tipica attività di natura gestoria [...] (che) soggiace dunque all'applicazione dell'obbligo di carattere generale che grava sugli amministratori di agire con diligenza qualificata (art. 2392, comma 1, c.c.)".

<sup>63</sup> Università degli studi di Firenze, Assonime e CNDCEC, *Linee guida per il finanziamento delle imprese in crisi*, 2015, § 4.3, 39.

l'attestatore richieda, ottenga e valuti criticamente le motivazioni su tale scelta <sup>64</sup>.

Un ulteriore giudizio preliminare riguarda la legittimità sulle fonti di rientro del debito, perché nella dinamica delle operazioni di *mlbo* capita spesso che la società *target* sia una *holding* operativa, cui fanno capo altre società controllate; in tali casi, i flussi di cassa attesi sono in realtà quelli generati dalle stesse controllate, per cui non è infrequente che la società *raider* prometta delle garanzie sui finanziamenti ottenuti per l'operazione, obbligando le società controllate a erogare una determinata assistenza finanziaria (alla *target*), una volta che questa si sia fusa.

Le società controllate potrebbero essere in tal modo danneggiate, dato che le stesse mettono i propri *assets* al servizio della società *raider* (e non già della società *target*); in queste ipotesi, l'esperto dovrà preliminarmente accertarsi di verificare, quale condizione di legittimità dell'operazione<sup>65</sup>, che gli impegni assunti superino il vaglio imposto dall'art. 2497 c.c., verificando che siano stati pianificati (e quantificati) anche gli specifici vantaggi compensativi a favore delle controllate<sup>66</sup>.

In caso di successiva insolvenza, l'operazione potrebbe infatti configurarsi come dolosa ai sensi dell'art. 223, comma 2, l. fall., ovvero come atto di infedeltà patrimoniale ai sensi dell'art. 2634 c.c.

Passato questo primo vaglio, l'esperto affronterà il giudizio di merito, teso a valutare la "razionalità" dell'operazione nel suo complesso<sup>67</sup>, cioè che le previsioni siano supportate da considerazioni empiriche ragionevoli e attendibili, ricordando che il presupposto implicito è la razionalità e la sostenibilità del piano, non già la sua mera esistenza materiale, sicché nel caso in cui il piano contenesse previsioni e scenari inattendibili, il procedimento di fusione dovrà ritenersi violato, venendo a mancare,

<sup>64</sup> S. CHIARUTTINI, *op. cit.*, 69, ritiene che il periodo giudicato sufficiente dalla prassi aziendale per mostrare gli effetti economici-finanziari di interventi strutturali è solitamente compreso tra i 3 e i 5 anni. Il raggiungimento di condizioni di equilibrio non implica necessariamente il rimborso di tutto il debito, che potrà essere consolidato ed estinto anche successivamente alla data di conclusione del piano.

<sup>65</sup> Cass. pen., Sez. V, 12 maggio 2000, n. 5619, conferma l'orientamento giurisprudenziale consolidato, secondo il quale costituisce distrazione il fatto di prestare garanzie a favore di una società terza, senza alcun corrispettivo e senza alcuna ragione, perché ciò espone la società garante al rischio, in caso di inadempimento della società garantita, di essere escussa sui propri beni con conseguente diminuzione della garanzia patrimoniale dei creditori.

<sup>66</sup> D. GALLETI, *op. cit.*, 447.

<sup>67</sup> Contra A. SACCHI, Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento e attività del revisore. Le relazioni ai sensi dell'art. 2501-bis, comma 4 e 5, c.c., in *Il controllo legale nelle società e negli enti*, Milano, 2006, 170, il quale ritiene che la valutazione della ragionevolezza del piano nel suo complesso forma oggetto della relazione della società di revisione prevista dall'art. 2501 bis, comma 5, c.c., ed è quindi richiesta solo nei casi in cui la revisione legale sia affidata per legge ad una società di revisione.

sostanzialmente, uno degli allegati “tipici” richiesti.

Sulla base del principio ISA 200 § 11.a), l’esperto dovrà acquisire una “ragionevole sicurezza” sul fatto che, quantomeno, i bilanci precedenti e la situazione patrimoniale di partenza (sulla quale si sviluppano le proiezioni) non contengano, nel loro complesso, errori significativi, dovuti a frodi o a comportamenti o eventi non intenzionali, consentendogli di esprimere un giudizio sull’informazione finanziaria futura che sia coerente con le finalità sottese dalla norma; tale ragionevolezza deve essere elevata, ma non assoluta (ISA 200 § 13.m).

Dovrà poi essere verificato che gli amministratori abbiano redatto il piano in modo corretto, articolando il giudizio secondo uno schema per blocchi (*block analysis*), che consente di analizzare, in modo sequenziale e coerente, gli aspetti della gestione aziendale: (a) crescita economica del settore di riferimento (*forward looking*); (b) volatilità dei flussi economici e finanziari in termini di rischio; (c) struttura operativa ed efficienza generale, anche in termini di leva operativa e del margine di sicurezza (*break–event point analysis*); (d) coerenza del grado di autofinanziamento nel periodo interessato con la crescita economica e con il piano di investimenti; (e) sostenibilità finanziaria a servizio del debito<sup>68</sup>; (f) struttura finanziaria, con adeguatezza del patrimonio netto rettificato rispetto al capitale investito; (g) equilibrio finanziario e liquidità, con attenzione alla dinamica del capitale circolante operativo nelle sue componenti cicliche<sup>69</sup>.

Infine, prima del rilascio dell’attestazione l’esperto dovrà accertarsi che non siano sopraggiunti fatti tali da far ritenere che, alla data di redazione del documento, le ipotesi e gli elementi non forniscano più una base ragionevole per la predisposizione dei dati previsionali; a tal fine, dovrà rilasciare un’apposita dichiarazione, all’interno della propria relazione, che attesti quanto sopra.

4. – La sostenibilità finanziaria viene in genere individuata come l’assenza di gravi squilibri finanziari e va posta in relazione alla qualità e quantità delle fonti di finanziamento che il *management* intende utilizzare per fronteggiare i fabbisogni correlati all’operazione; l’obiettivo finale è infatti quello di verificare che, nel loro complesso, le dinamiche finanziarie

---

<sup>68</sup> Per una disamina analitica, sia su base storica che prospettica, cfr. ODCEC di Milano, Commissione Finanza e Controllo di Gestione, Rating Advisory. *Linee guida per il monitoraggio proattivo del merito creditizio e l’assegnazione del rating d’impresa*, 21 dicembre 2015, 97–98.

<sup>69</sup> ODCEC di Milano, Commissione di Controllo Societario, Sistemi di allerta interna, D. BERNARDI – M. TALONE (a cura di), *Il monitoraggio continuativo del presupposto di continuità aziendale e la segnalazione tempestiva dello stato di crisi da parte degli organi di vigilanza e controllo societario*, in *Quaderno SAF*, n. 71, 2017, 79–81.

supportino il raggiungimento degli obiettivi previsti dal piano.

Al riguardo, pare appropriato l'utilizzo di metodi finanziari, che vedono i flussi di liquidità scontati ad un apposito tasso, in un *range* temporale opportunamente coincidente con il periodo di durata del prestito ottenuto per l'operazione di *leverage*, il quale, raramente, supera sette anni<sup>70</sup>.

Il giudizio non potrà prescindere dall'analisi degli indici di apprezzamento comunemente usati dalle banche<sup>71</sup>, rappresentati, quantomeno, dagli indici DSCR<sup>72</sup> e LLCR<sup>73</sup>, nonché dei rapporti PFN/ebitda e PN/ebitda.

Anche per gli effetti dell'allerta bancaria di cui all'art. 14, comma 4, del nuovo codice della crisi e dell'insolvenza (CCI)<sup>74</sup>, l'esperto dovrà raggiungere una ragionevole confidenza sul fatto che, in arco piano, non si verifichi un declassamento del *rating* aziendale che faccia scattare i *trigger* bancari<sup>75</sup> e, quindi, la regolare prosecuzione dei rapporti bancari in essere, confermando la necessità di un'attenta e preventiva analisi sui dati del piano industriale e sulle risorse finanziarie che sostengono l'operazione.

<sup>70</sup> D. BALDUCCI, *op. cit.*, 259.

<sup>71</sup> Con l'entrata in vigore del principio contabile IFRS 9, gli intermediari finanziari sono passate da un modello *current incurred loss* ad un modello *expected loss*, secondo il quale la perdita non è più generata da un evento intervenuto (*incurred*) ma da un possibile evento futuro (*expected*), obbligandole ad attrezzarsi per valutare il futuro dei propri affidati in un'ottica previsionale (c.d. *forward looking*).

<sup>72</sup> L'indice DSCR (*debt service coverage ratio*) che rappresenta il rapporto tra cash flow operativo (al netto delle imposte) e la somma della quota capitale dei debiti a medio lungo termine (con scadenza entro l'anno) e gli interessi passivi espressi nel conto economico.

<sup>73</sup> L'indice LLCR (*loan life coverage ratio*) tiene conto dell'andamento dei flussi di cassa operativi disponibili a servizio del debito, per tutta la durata residua del debito stesso. Il LLCR è calcolato mediante il rapporto tra la somma dei flussi di cassa (attualizzati al tasso capm) disponibili tra il momento in cui si effettua la valutazione e l'ultimo anno in cui è previsto il rimborso del debito e l'ammontare complessivo del debito residuo.

<sup>74</sup> Il CCI di cui al d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, entra in vigore a partire dal 15 agosto 2020; per le norme riguardanti le modifiche del codice civile, le disposizioni sulla competenza per le procedure di amministrazione straordinaria ed i gruppi di imprese di rilevanti dimensioni nonché per le disposizioni riguardanti le garanzie a favore degli acquirenti di immobili da costruire, è già entrato in vigore.

<sup>75</sup> L. DE ANGELIS, *Le regole contabili degli NPL*, in *Dir. banca mercato fin.*, 1/2019, II, 25, fa notare che il novellato IFRS 9 (già in vigore dal 2018) prevede che i crediti siano classificati in tre diversi stadi di rischio, caratterizzati da differenti gradi di rischio (c.d. *staging*): 1) lo "Stage 1", riguarda crediti sani (*performing*), in *bonis* fino a 30 gg. di scaduto, per i quali la perdita di valore va valutata su un orizzonte temporale di 12 mesi; 2) nello "Stage 2" sono in genere classificati i crediti non deteriorati per i quali si sia manifestato un significativo incremento del rischio di credito rispetto alla rilevazione iniziale, quali quelli con più di 30 gg. di scaduto o con uno scaduto *performing*, cioè scaduti da più di 90 gg. ma che non superano la soglia di materialità per essere classificati come *default*. Rientrano in tale categoria anche i crediti *forborne performing*; 3) lo "Stage 3" riguarda i crediti deteriorati (*impaired*), quali quelli scaduti *non performing*, le inadempienze probabili e i crediti in sofferenza, che rendono fondatamente incerta la loro piena esigibilità (in linea capitale e/o interessi).

L'analisi dovrà essere coerente con le procedure previste dell'ISAE 3400<sup>76</sup>, che è lo *standard* di riferimento per tale tipologia di incarichi professionali<sup>77</sup>, richiamato anche dal Documento n. 114 dell'Assirevi<sup>78</sup> e conforme anche agli indirizzi della magistratura<sup>79</sup>, con un'analisi sulla marginalità prospettata, cioè sull'incidenza media dei costi, nonché sui volumi di fatturato e sui tempi di pagamento dei fornitori, essendo questi i *drivers* in genere più importanti per la sostenibilità economica e finanziaria dell'impresa. A tal fine, i principi di *best practice*<sup>80</sup> prevedono che la formulazione delle previsioni economiche nelle aziende già esistenti comporti un collegamento con un'analisi storica del passato, in modo da consentire di ritenere, in modo ragionevole, che la dinamica pregressa di fondo possa essere mantenuta anche nel corso degli anni oggetto di previsione<sup>81</sup>.

Poiché le operazioni di *mlbo* sono assimilabili a delle distribuzioni/restituzioni e il maggior rischio dell'operazione è legato all'insolvenza futura, l'esperto dovrà anche procedere analizzando la capacità di rientro con le modalità richiamate dal *solvency test* previsto dalla *section 6.40 (c)* del *revised model business corporation act* (RMBCA)<sup>82</sup>, che permette di verificare che la fusione sia sostenibile nel lungo periodo, non

<sup>76</sup> Intitolato "*The Examination of Prospective Financial Information*".

<sup>77</sup> In riferimento alle indicazioni contenute nell'ISAE 3400, l'esperto perverrà ad un simile giudizio dopo aver espletato tutte le attività ritenute, dalla prassi, necessarie per la verifica dei dati consuntivi (alla data di riferimento del piano) e previsionali, applicando per quanto possibile il succitato *standard* professionale.

<sup>78</sup> Il documento n. 114 Assirevi intitolato "Richieste dello sponsor relative al paragrafo 2.d) dell'art. 2.3.4 del regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla borsa italiana s.p.a." prevede al § IV-a) che l'incarico di verifica sui dati previsionali deve essere condotto facendo riferimento all'ISAE 3400.

<sup>79</sup> Cfr. W. MAPPELLI, *Il Pubblico Ministero e la procedura fallimentare*, in *La riforma del diritto societario e fallimentare nella prospettiva interdisciplinare*, relazione all'incontro di studio del C.S.M., Roma, 14-16 luglio 2008. Il principio ISAE 3400 distingue tra: (a) informazioni prospettiche basate su *best estimate assumption*, ossia assunzioni normali relative a eventi futuri ragionevoli e desunti dall'analisi di elementi oggettivi, quali gli ordini in portafoglio, i contratti confermati o le proiezioni di dati consuntivi aziendali giudicati attendibili; (b) informazioni basate su *hypothetical assumption*, ossia assunzioni ipotetiche in genere connesse con l'avvio di nuove attività o nuovi prodotti/servizi solitamente non supportati da dati storici dell'azienda e "*which are not necessarily expected to take place*". Ne consegue che, quantomeno a livello teorico, l'informativa prospettica finanziaria può assumere la forma di una previsione (*forecast*) quando è preparata a partire da *best estimate assumption*, oppure la forma di una proiezione (*projection*) quando è basata su *hypothetical assumption*, oppure ancora una combinazione di entrambe.

<sup>80</sup> CNDCEC, Linee Guida alla redazione del Business Plan.

<sup>81</sup> L'analisi critica delle assunzioni del piano comporta quindi l'utilizzo di fonti aziendali interne (conti economici e patrimoniali, statistiche, ecc.), quale apparato informativo atto a monitorare l'analisi dei presupposti fondamentali delle proiezioni e delle ipotesi ivi indicate.

<sup>82</sup> G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, Torino, 2004, 31 ss.

essendo mai giustificabili operazioni di *mlbo* che, scientemente, conducano le società all'insolvenza<sup>83</sup>.

Il *solvency test*, quale fattore di ragionevolezza sulla sostenibilità del piano, si articola in due distinte verifiche<sup>84</sup>: (i) il *cash flow solvency test* (o *ability to pay test*), volto a verificare la ragionevole prospettiva che la società sia in grado di adempiere alle obbligazioni man mano che esse diventano esigibili<sup>85</sup>; (ii) il *balance sheet test*, finalizzato a determinare, con attualizzazione al *fair value*, se il patrimonio sociale sia capiente rispetto alla situazione debitoria<sup>86</sup>.

Tale ultima verifica si basa sull'attualizzazione *unlevered*<sup>87</sup> dei flussi di

<sup>83</sup> R. SACCHI, L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie, in L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano, 2010, 149; F. DENOZZA, L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione", *ivi*, 28 ss.

<sup>84</sup> Il § 6.40 *Model Business Corporation Act*, rev. 2007, che non a caso si intitola "distribuzione agli azionisti", condiziona l'operazione all'attuazione di due test, che prescindono del tutto dalla nozione di capitale sociale: l'uno (il c.d. *cash flow test*) è teso ad assicurare che la "distribuzione" non conduca all'insolvenza della società; l'altro (il c.d. *balance sheet test*) prevede che l'erogazione a favore dei soci non possa compromettere l'equilibrio patrimoniale. Più precisamente, la società potrà pagare un dividendo solo se, dopo tale pagamento, la società potrà anche pagare regolarmente i propri debiti e, inoltre, il valore dei beni della società superino la somma delle sue passività attualizzate. F.M. SBARBARO, *Il solvency test nell'ordinamento statunitense*, in [www.comparazioneediritto civile.it](http://www.comparazioneediritto civile.it), 4. Per un approfondimento cfr. J.J. HANKS, *Legal capital and the model business corporation act: an essay for bayless manning*, 2001, in [www.lcp.law.duke.edu](http://www.lcp.law.duke.edu). J. ARMINGER, *Solvency tests – an alternative to the rules for capital maintenance within the balance*, in *Journal of Finance and Risk Perspectives*, 2013.

<sup>85</sup> Il *cash flow test* può apparire, nella teoria, di semplice applicazione, ma nella pratica risulta complesso e mantiene ampi margini di potenziale incertezza. Il problema è rappresentato dal fatto che né i flussi di cassa, né le obbligazioni possono essere considerati certi; l'esperto non potrà semplicemente affermare che la somma dei flussi di cassa previsti superino i debiti in un dato momento temporale, ben potendo una società aspettarsi di avere sufficienti flussi di cassa ma, allo stesso tempo, essere quasi certa di non potere far fronte ai propri debiti una volta che questi siano maturati. Un giudizio completo di sostenibilità comporta quindi un'analisi di copertura lungo tutto l'arco temporale, poiché gli sfasamenti temporali tra entrate e uscite, pur positivi in termini assoluti, potrebbero comunque compromettere la sopravvivenza dell'azienda qualora gli impegni di spesa anticipino le fonti necessarie a ripianarli.

<sup>86</sup> Il *balance sheet test* è invece volto a verificare se il *fair market value* del passivo sociale sia compatibile con l'attivo patrimoniale, comprensivo dei flussi di cassa attesi. A tal fine, la verifica comporterà un confronto tra l'entità del debito da ripianare e l'attualizzazione dei *cash flow*, al netto delle imposte potenziali alla data di riferimento dell'operazione; l'attualizzazione comporterà l'utilizzo del metodo DCF (*discounted cash flow*), applicato in un'ottica assets side, che ha il pregio di evidenziare i flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e in attività fisse, necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità.

<sup>87</sup> M. ROMANO, *La relazione degli esperti nelle operazioni di merger leveraged buy-out. Natura del controllo e profili economico-aziendali*, in *Il controllo nella società e negli enti*, 8/2004, ha osservato che detta configurazione di flussi finanziari, consente di: (i)

cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda<sup>88</sup>, sia come capitale di rischio che come capitale di debito; i flussi di cassa disponibili saranno così calcolati al lordo degli interessi passivi e scontati al costo medio ponderato del capitale (*wacc*), tenendo conto delle imposte potenziali e di una ponderazione del rischio di fallimento<sup>89</sup>.

Se i flussi di cassa, come sopra attualizzati, copriranno l'entità del debito alla data della fusione, la sostenibilità del debito supererà un primo vaglio in termini assoluti; ciò costituirà tuttavia una condizione necessaria, ma non sufficiente, perché, anche in questo caso, si ritiene necessario l'ulteriore requisito del *cash flow solvency test*, cioè della capacità dei flussi di cassa della società a far fronte "regolarmente" (in termini temporali) alle obbligazioni emergenti nel corso ordinario degli affari; i due test devono perciò essere effettuati congiuntamente.

La criticità collegata al *balance sheet test* è quella di ponderare il costo medio del debito (*wacc*) che, nel caso di specie, sarebbe funzione non di due, bensì di tre elementi: (i) il tasso privo di rischio (*risk-free rate*); (ii) il premio per il rischio di mercato (*market risk*); (iii) il premio per il rischio in ipotesi di fallimento (*default risk*).

La soggettività in ordine alla componente di *default risk* è all'evidenza elevata, anche se l'esperto potrà attenuarla, rendendola in qualche modo "oggettiva", facendo riferimento al *rating* assegnato alla società e al modello EDF (*expected default frequency*), i cui indici sono disponibili nelle banche dati delle principali società di rating e/o di società all'uopo specializzate<sup>90</sup>; è

---

avvicinarsi il più possibile, a ipotesi di assenza di indebitamento; (ii) valutare, al meglio, gli effetti sulla dinamica finanziaria dell'attivazione dell'effetto leva, ai fini di un più efficiente e razionale impiego delle risorse disponibili; (iii) confrontare agevolmente il valore attuale delle risorse che si prevede di generare in futuro con lo stock di debito assunto per finanziare il lbo.

<sup>88</sup> Secondo BORSA ITALIANA, *Il metodo DCF – Discounted cash flow*, 2011, la differenza tra il metodo *unlevered* e il metodo *levered* consiste nel fatto che il primo consente di determinare direttamente il valore del capitale operativo; il valore del capitale netto dell'impresa viene poi ottenuto sottraendo da tale valore l'indebitamento finanziario e gli eventuali assets. Il metodo basato sul flusso netto spettante agli azionisti (*levered*) porta invece alla determinazione direttamente del valore del capitale netto. Ovviamente le due varianti di metodo portano al medesimo risultato se la dinamica del rapporto di indebitamento è correttamente riflessa nei tassi utilizzati per scontare i tassi.

<sup>89</sup> Sul punto cfr. S.A. DAVYDENKO – J.R. FRANKSR, *Do bankruptcy codes matter? A study of defaults in France, Germany, and the U.K.*, in *Journal of finance*, n. 2, 2008. C. MERTON, *On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates*, in *Journal of finance*, n. 29, 1974.

<sup>90</sup> Sul punto C. EPIS, *Introduzione al modello di Merton/KMV per la stima delle probabilità di insolvenza di società quotate e Moody's-KMV, EDF™ 8.0 Model enhancements, modeling methodology*, 2007, in [www.moodyanalytics.com](http://www.moodyanalytics.com). Il Modello EDF fa dipendere il rischio di insolvenza da alcune variabili, come la struttura del capitale, la volatilità degli assets, la distanza del rischio in termini di deviazioni standard. Tra l'*expected default frequency* (EDF) e le tradizionali classi di rating,

quindi opportuno che il processo di diagnosi sul rischio di insolvenza sia ancorato ad un approccio scientifico, basato su modelli all'uopo preposti.

Un ulteriore approccio utilizzato nella prassi è quello rappresentato dall'analisi discriminante del modello *Z score* di Altman <sup>91</sup>, anche nelle sue varianti adattate al contesto italiano <sup>92</sup>, applicato ai dati storici e a quelli previsionali; tale modello è in grado di esprimere un giudizio sul fatto che la struttura del capitale e la redditività futura (a servizio del debito) permettano la sopravvivenza dell'azienda per tutto il periodo previsto dal piano <sup>93</sup>.

esiste inoltre una certa corrispondenza, così che una società che ha un rating AA (S&P) o Aa2 (Moody's) potrebbe avere un EDF compreso tra 0,2% e 0,4%, mentre una società con rating B/B- (S&P) o B2 (Moody's) potrebbe avere un EDF compreso tra 2% e 3,5%. I dati sono aggiornati periodicamente.

<sup>91</sup> Cfr. A. CZOMBERA, *Altman Z-score: credit ratings and equity investing in a high-quality environment*, in [www.academia.edu](http://www.academia.edu), 2014. Il modello *Z-score* di Altman si inserisce nel filone delle analisi discriminanti che, a partire dagli anni '60, rappresenta la tecnica maggiormente utilizzata nella stima delle insolvenze. È il più significativo strumento elaborato con la metodica discriminante multidimensionale ed è finalizzato all'accertamento precoce dei sintomi di squilibrio aziendali sfruttando l'analisi di bilancio per indici. Tale modello presenta tuttavia dei limiti: a) presuppone la correttezza dei dati contabili di partenza, spesso alterati in situazioni di crisi e di declino, in quanto influenzati da politiche di bilancio volte ad occultare o attenuare i segni di deterioramento delle condizioni di salute; b) la funzione discriminante è stata originariamente sviluppata per aziende quotate, per cui va quindi tradotta e ridisegnata in ipotesi di società non quotate; c) il modello può essere applicato a società manifatturiere, poiché una variabile è esplicativa della produttività aziendale, perdendo quindi di significato per le aziende commerciali e non manifatturiere ed anche all'interno di società manifatturiere va oggi tradotto con modelli produttivi decentrati; d) il modello è stato sviluppato nel particolare contesto geografico e storico per cui la sua validità nel tempo e nell'area di applicazione non può assurgere a certezza. Il modello italiano è stato elaborato da uno studio di BOTTANI – CIPRIANI – SERAO con esiti pubblicati nel 2004. Per un approfondimento sulle metodologie e i modelli finalizzati al monitoraggio e una prevenzione della crisi cfr. anche G. CESTARI, *La diagnosi precoce della crisi aziendale*, Milano, 2009 e F. PODDIGLIE – S. MADONNA, *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*, Milano, 2006.

<sup>92</sup> M. POZZOLI – F. PAOLONE, *Modelli di previsione della crisi aziendale: una rielaborazione*, in *Guida alla Contabilità & Bilancio*, 3/2018, sulla scorta di un campione di n. 10.085 società, hanno determinato la seguente funzione discriminante:

$$1 + e^{WC - 0,0001 TA - 0,0001 TA - 0,0001 TA}$$

dove: WC rappresenta il capitale circolante; TA rappresenta il totale attivo netto; OP rappresenta il reddito operativo e SALES rappresenta i ricavi di vendita.

<sup>93</sup> E.I. ALTMAN – A. DANOVI – A. FALINI, *La previsione dell'insolvenza: l'applicazione dello Z Score alle imprese in amministrazione straordinaria*, in [www.people.stern.nyu.edu](http://www.people.stern.nyu.edu), 2013, fanno notare come il tema della previsione dell'insolvenza ha continuato a essere oggetto del dibattito internazionale anche negli anni '90, quando ai lavori basati sull'analisi discriminante (prevalenti fino al decennio precedente) si sono affiancati quelli caratterizzati da probit analysis o dall'utilizzo di reti neurali o altre metodologie innovative. Anche negli ultimi anni,



Altri modelli in grado di prevedere il livello di rischio e il possibile *default* dell'impresa, attraverso l'espressione di uno *score* sintetico, sono rappresentati dai modelli di Alberici, di Ohlson, di Zmijewski e dall'indice "M"<sup>94</sup>.

Il limite di taluni di essi può essere rappresentato dal fatto che esprimono un giudizio di natura "qualitativa", identificando solo zone di possibile rischio d'insolvenza, per cui, al di là di situazioni in cui il rischio sia estremamente elevato (che porterebbe ad un giudizio negativo), ovvero in cui il rischio sia molto basso (nei quali casi sarebbe invece favorito un giudizio positivo), l'esperto potrebbe necessitare di dati più puntuali qualora i risultati ricadano su zone di rischio "grigie". I confini della "zona di insolvenza", delineati attraverso i *solvency tests*, risultano infatti "*imprecise and hard to define*"<sup>95</sup>, per cui è sempre insita una certa soggettività.

Va infine fatto ricorso all'imprescindibile supporto di un'analisi di sensitività (*what-if*), non solo perché ciò è richiesto dalla miglior prassi, ma anche per una valida e razionale misura di conferma; la "ragionevolezza" di fattibilità del piano assume infatti significato solo qualora il piano resista ad adeguati *stress test*, che tengano conto anche di *drivers* legati ad eventuali sfasamenti temporali tra quanto programmato e quanto potrà realizzarsi.

Le *sensitivity analysis* andranno opportunamente sviluppate sulla base di possibili variazioni dei fattori in grado di influenzare sensibilmente i risultati

---

nell'ottica previsiva dei sistemi bancari e delle regole di rating introdotte dagli accordi di Basilea, prevalgono metodologie basate su modelli di regressione in uso nella prassi bancaria (ad esempio logistica), ancorché molti di questi presentino difficoltà applicative; tra questi il più noto è quello Z-score di Altman che dovrebbe essere in grado di prevedere l'insolvenza tre anni prima che questa si verifichi. Nel contributo citato viene dato atto che le elaborazioni dello Z-score per le imprese manifatturiere ammesse ad amministrazione straordinaria nel periodo 2000-2010 evidenziano come la maggioranza delle società venga classificata all'interno della zona di insolvenza. In particolare, all'approssimarsi della procedura la percentuale cresce notevolmente: se nel quintultimo bilancio d'esercizio il 68% delle imprese era classificato tra quelle "incerte", nell'ultimo bilancio disponibile la percentuale crolla al 13%. All'anno x-2 il 64% delle società veniva classificato tra quelle "insolventi", il 32% tra quelle "incerte" e solo il 4% tra quelle sane.

<sup>94</sup> Per un maggior approfondimento e per una loro applicazione pratica cfr. UGDCEC di Salerno, Commissione di studio "procedure concorsuali e giudiziarie", *Gli indicatori di allerta: osservazioni e criticità*, in [www.knos.it](http://www.knos.it), 2019, 44 ss.

<sup>95</sup> F.M. SBARBARO, *Il solvency test nell'ordinamento statunitense*, in [www.comparazioneediritto.it](http://www.comparazioneediritto.it), 14. E.I. ALTMAN E. – A. DANOVI – A. FALINI, *op. cit.*, sono giunti alla conclusione che l'applicazione dello Z' Score e dello Z'' Score al contesto italiano può rivelarsi complicata non per la bontà del modello ma per le tipicità che caratterizzano il nostro Paese. In termini generali per le grandi imprese sarebbe opportuna una rielaborazione dei parametri che introduca anche almeno un indicatore in grado di evidenziare la sostenibilità del debito, quale ad esempio il *leverage*, il rapporto tra Ebitda e oneri finanziari e l'indicatore *debt service cover ratio*. Per le altre imprese, ovvero per il 90% dell'industria manifatturiera italiana, è auspicabile l'elaborazione di un modello *ad hoc* che preveda quindi il ricalcolo dei coefficienti di ponderazione della formula adottata per il calcolo dello Z Score.

attesi (fatturato, perdite su crediti, diversa marginalità, sfasamenti del circolante, ecc.); in tal senso, assume particolare significato il ruolo degli investimenti programmati, poiché i *cash flow* attesi dovranno coprire non solo gli assorbimenti di capitale circolante, ma anche gli investimenti netti di sostituzione/mantenimento, mentre il ricorso a ulteriore capitale di debito (rispetto a quello di scopo legato all'acquisizione) dovrebbe avvenire solo per fronteggiare temporaneamente e parzialmente il rientro dell'indebitamento a medio/lungo termine.

Anche in ipotesi di *stress test*, dovrà quindi essere dimostrata la capacità della società a fare ricorso ad adeguate linee di credito (di cassa o autoliquidanti), che possano ragionevolmente rimanere esistenti lungo l'intero arco temporale, proprio al fine di fronteggiare temporanee esigenze di cassa, emergenti da minori flussi della gestione caratteristica rispetto a quelli programmati.

I dati del piano dovranno pertanto essere disaggregati in ordine al rientro dei finanziamenti, distinguendo tra finanziamenti autoliquidanti (e/o generici) e quelli propri di scopo legati dell'operazione; in parallelo, andrà evidenziato l'eventuale ricorso a linee autoliquidanti o di cassa necessarie a compensare eventuali disallineamenti temporali con quanto programmato.

In sintesi, la sostenibilità finanziaria potrà essere desunta, pur in presenza di flussi negativi (ovvero di una previsione di uscite maggiori delle entrate), qualora sia dimostrata la capacità della società a far fronte comunque alle temporanee esigenze utilizzando gli affidamenti in essere in quel momento.

Un aspetto delicato dell'analisi è rappresentato dalla *visibilità* (c.d. *coerenza esterna*), ossia dalla percezione dell'esistenza di buone probabilità di realizzare i fondamenti economici del piano lungo tutto il periodo.

La visibilità dipende dalla possibilità di disporre di elementi (quote di mercato consolidate, ordini in portafoglio, qualità ed esperienza del *top management*, prodotti competitivamente superiori, ecc.) che sin da subito diano ragione dell'evoluzione prevista e ne comprovino la concreta realizzabilità.

In questo contesto, il giudizio di ragionevolezza scaturisce dall'osservazione congiunta di alcuni rilevanti profili, per cui dovrà essere svolta un'appropriata analisi sulla base dei dati aziendali interni, siano essi storici che proiezionali, in grado di confermare le assunzioni degli amministratori, in quanto l'abilità di quest'ultimi a formulare ipotesi attendibili è inversamente proporzionale all'arco temporale considerato.

Quanto al rapporto tra le variabili ambientali e quelle aziendali, pare in genere opportuno prendere in considerazione il legame esistente tra le previsioni delle aree interessate dal *business* aziendale e la dinamica del

fatturato sviluppata nei dati previsionali. Se le previsioni del piano sono molto “al di sopra” di quelle di settore, sarà infatti necessario indagare quali siano le motivazioni sottostanti; il confronto con i dati medi del settore di riferimento e dei principali concorrenti, ovvero, in assenza di dati specifici, con le previsioni macroeconomiche sugli andamenti futuri (domanda, consumi, PIL, ecc.), permette comunque di arricchire il giudizio con elementi oggettivi.

Quanto al legame tra le singole variabili aziendali, potrà essere valorizzata la correlazione sussistente tra l’ipotesi di continuità aziendale e l’ipotesi di andamento dei costi diretti e indiretti, di realistici andamenti nella produttività aziendale, di conseguenti conferme sulla marginalità e di ogni altro elemento utile in tal senso.

È infine opportuno precisare che lungo tutto il processo valutativo l’esperto potrà rinvenire degli errori; ai fini del rilascio di un’attestazione positiva, assumeranno tuttavia rilievo solo gli errori rilevanti e significativi nell’economia dell’operazione di fusione (c.d. *material*). Al contrario, configurerebbe una previsione gravemente “viziata” quella basata sull’applicazione parziale o errata di un determinato metodo.

5. – Possono presentarsi casi in cui, per varie ragioni, l’operazione di *mlbo* si realizzi attraverso una fusione inversa <sup>96</sup>, per motivi riconducibili al fatto che: (i) la società controllata detiene licenze, autorizzazioni o beni la cui trasferibilità alla controllante risulta onerosa, difficoltosa o impossibile; (ii) la società controllata gode di un particolare “status” o la gestione operativa è accentrata sulla società controllata medesima; (iii) nei casi di fusione realizzata con una *shell company*, si ottengono benefici in termini di adempimenti contabili e amministrativi, quali, ad esempio, le comunicazioni a clienti e fornitori, le volture di autorizzazioni e licenze, il subentro nei rapporti contrattuali e le trascrizioni ipotecarie e catastali <sup>97</sup>.

Nei casi di fusione inversa, l’attestazione dell’esperto deve essere più attenta, poiché tale operazione potrebbe rappresentare uno dei casi in cui gli aspetti patologici del *mlbo* si manifestano più chiaramente di altri, e il divieto di *financial assistance* troverebbe una violazione che si manifesta in modo particolarmente nitido, dato che la società *target* non si estingue ed assume

---

<sup>96</sup> La fusione inversa (*reverse merger*) è una forma particolare di fusione per incorporazione, nella quale la società controllata incorpora la società controllante; i soci della controllante, che prima erano i titolari in senso economico del patrimonio della controllata, in via mediata e indiretta attraverso la partecipazione totalitaria posseduta dalla controllante, per effetto della fusione, diventano direttamente soci attraverso la titolarità, ad essi attribuita, della partecipazione detenuta dalla società *raider*.

<sup>97</sup> F. DEZZANI, *La fusione inversa*, in *Riv. rag. econ. az.*, 2010, 2.

direttamente il debito contratto per l'acquisto delle proprie azioni.

L'attenzione va quindi concentrata esclusivamente su quelle situazioni in cui il contrasto con l'art. 2358 c.c. diventi diretto e palese, cioè qualora la società *target* (incorporante) si trovi a concedere garanzie specifiche per il finanziamento <sup>98</sup>.

Se la fusione è inversa, non si tiene conto dell'art. 2504-*ter* c.c.<sup>99</sup>, per cui, se le due società sono società per azioni, la società *target* si ritrova detentrica di azioni proprie, di cui una parte, ricorrendone i presupposti, potrebbe essere lasciata in portafoglio per future acquisizioni "carta contro carta"<sup>100</sup>; in questi casi l'esperto dovrà accertarsi della regolarità normativa dell'iscrizione in portafoglio delle azioni proprie ai sensi dell'art. 2357-*ter* c.c. valutando se, in forza dell'attuale obbligo di contabilizzazione, permanga la sussistenza del capitale sociale lungo tutto il periodo interessato dal piano, poiché "l'acquisto di azioni proprie comporta una riduzione del patrimonio netto di eguale importo" <sup>101</sup>.

L'esperto dovrà anche accertarsi e verificare che il piano recepisca quanto previsto nel documento contabile OIC 4, § 4.6.2, cioè che "qualunque siano le modalità di attuazione della fusione (diretta o inversa), per i soci della controllante incorporata i beni della controllata incorporante hanno sempre lo stesso costo e l'attribuzione del plusvalore agli elementi dell'attivo della controllata-incorporante e l'iscrizione dell'avviamento rispondono

---

<sup>98</sup> CASTELLANO, *Fusione inversa: questioni dottrinali e giurisprudenziali*, in [www.notaio Ricciardi.it](http://www.notaio Ricciardi.it), richiama il caso in cui, successivamente all'acquisto della partecipazione nella società bersaglio, le azioni vengano date in pegno ai finanziatori: procedendo ad una fusione inversa, tali azioni, qualora non fossero interamente assegnate ai nuovi soci per soddisfare il concambio oppure non venissero annullate (con contestuale aumento di capitale ed eventuale individuazione di altre forme di garanzia) confluirebbero nel patrimonio della società come azioni proprie. In tal modo il patrimonio della società incorporante non costituirebbe, come richiede l'art. 2501 *bis* c.c., una mera "garanzia generica o fonte di rimborso", ma conterrebbe valori vincolati a garanzia specifica del debito. Uguale risultato si avrebbe qualora, successivamente all'acquisto e prima della fusione, venissero costituite garanzie reali su alcuni cespiti del *target*.

<sup>99</sup> L. ARDIZZONE, *Fusione a seguito di acquisizione*, cit., 943.

<sup>100</sup> E. TARTAGLIA, *op. cit.*, 123.

<sup>101</sup> L'art. 6 del d.lgs. n. 139/2015, modificando l'art. 2357 *ter* e l'art. 2424 c.c., ha ridisegnato integralmente lo schema di contabilizzazione delle azioni proprie detenute in portafoglio. In particolare, l'attuale art. 2357 *ter*, comma 3, c.c. prevede che "l'acquisto di azioni proprie comporta una riduzione del patrimonio netto di eguale importo, tramite l'iscrizione nel passivo del bilancio di una specifica voce, con segno negativo". L'art. 2424, comma 1, c.c. prevede ora che nella specifica sezione dell'attivo, anziché la dizione precedente "azioni proprie", venga inserita la nuova dizione di "strumenti finanziari derivati attivi" e, nella sezione passivo, non più la voce "Riserva per azioni proprie in portafoglio", bensì quella di "Altre riserve distintamente indicate", aggiungendo un rigo, prima inesistente, con la dizione "Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio". Nel nuovo sistema di contabilizzazione, quindi, le azioni proprie non vanno più appostate all'attivo del bilancio.

sempre al principio posto dall'art. 2504-bis, comma 4, con il trasferimento del costo della partecipazione sui beni della controllata"; il disavanzo/avanzo di fusione derivante dalla fusione inversa deve infatti corrispondere al disavanzo/avanzo derivante dalla fusione diretta.

6. – In sede giudiziaria, possono porsi questioni delicate nell'eventuale sindacato di merito a seguito dell'esperimento dell'azione per il risarcimento del danno in ordine alle valutazioni operate dal *management* e dall'esperto, posto che il riesame del giudice deve conciliarsi sia con l'ampia discrezionalità tecnica della quale usufruiscono gli amministratori (*business judgment rule*), che con il limite alla responsabilità dell'esperto in funzione del grado di diligenza professionale adottato (*ragionevolezza*).

Dovendo includere le condizioni di solvibilità nel medio lungo termine, il piano si configura, in ogni caso, come il documento decisivo al fine di evidenziare le specifiche responsabilità<sup>102</sup>, per cui solo il suo insuccesso è condizione per aprire il fronte di un'azione di risarcimento, con la non remota possibilità che le azioni gestorie, avvenute *post* fusione, possano essersi discostate, per scelta o per oggettive necessità operative, da quanto programmato in origine.

Approvata ed effettuata la fusione, gli amministratori possono trovarsi nella situazione di doversi discostare dal piano; un disallineamento può infatti dipendere, oltre che dalla condotta dell'imprenditore, anche dall'evolversi della situazione di mercato in senso non conforme a quello previsto (con la conseguente necessità di modificarne gli assunti), ovvero per la necessità riprogrammare gli investimenti.

Qualunque sia la sua forza, il piano non potrà che confrontarsi con le perturbazioni, più o meno fisiologiche, che caratterizzano l'ambiente<sup>103</sup>, essendo remota l'ipotesi in cui le azioni inizialmente disegnate restino ferme senza necessità di modifiche per tutto l'orizzonte temporale<sup>104</sup>; ogni evento futuro è infatti soggetto all'incertezza propria dell'andamento dell'economia, così che il concretizzarsi degli accadimenti futuri potrebbe

---

<sup>102</sup> C. SANTAGATA, *Le Fusioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 7\*1/2004, 277; F. GHIBERTI, *op. cit.*, 3, fa notare come, "alla luce di tale impostazione, l'unico punto su cui concentrare l'attenzione per giudicare la liceità dell'operazione sia il piano industriale, la cui inadeguatezza attribuisce rilevanza penal-fallimentare al lbo. E ciò pare condivisibile poiché la solidità economico-finanziarie di *target* è essenziale ai fini della buona riuscita del *leveraged buy-out* ed il fatto che il fallimento della società risultante dalla fusione sia da addebitare all'insolvenza di *target* costituisce, semmai, un segnalatore di frode".

<sup>103</sup> A. ROSSI, *L'esecuzione del concordato di risanamento, tra governance e conflitti*, in *Fall.*, 2017, 1009.

<sup>104</sup> R. RANALLI, *Monitoraggio del piano e ruolo del commissario nel concordato preventivo con continuità*, in *www.osservatorio-oci.org*, 3.

variare sia in termini di entità, sia in termini di tempistica<sup>105</sup>.

Nell'ambito di un processo di *mlbo*, l'aspetto valutativo sulle eventuali responsabilità va quindi scisso a seconda che ci si riferisca alle responsabilità dell'organo amministrativo, ovvero a quelle dell'esperto.

In tale contesto, va anche distinto se l'azione sia stata promossa dalla società, dai soci o dai creditori, con la precisazione che se all'insuccesso della fusione dovesse seguire il fallimento, la legittimazione ad agire spetterà al curatore<sup>106</sup>.

La complessità del giudizio in capo all'esperto imporrà, in ogni caso, che il giudice potrà (e dovrà) esercitare uno specifico scrutinio, positivamente svolto sulla scorta degli elementi di prova che l'attore ha l'onere di fornire<sup>107</sup>, con il supporto inevitabile di una consulenza tecnica d'ufficio anche sul contenuto delle scelte valutative iniziali. Tale scrutinio investirà, in via preliminare e preordinata, la c.d. "architettura del processo" di fusione e, solo in seguito, la scelta e l'applicazione dei singoli criteri di valutazione.

Qualora l'insuccesso sia sopravvenuto senza che gli amministratori abbiano attuato scostamenti gestionali rispetto al piano, il giudizio si apre sia in capo agli amministratori che in capo all'esperto, con un nesso di causalità, proprio di ogni azione di responsabilità, che non potrà che essere collegato ad una verifica *ex post* (ma con criteri *ex ante*)<sup>108</sup>, sul fatto che le

<sup>105</sup> Non si può negare, infatti, che il piano è una previsione di sviluppo di una determinata situazione economica e finanziaria, e la sua attestazione, per quanto supportata da controlli sul passato, su un'analisi del presente e sull'esperienza comune dei fatti economici, resta pur sempre una congettura, soprattutto qualora sia vincolata a comportamenti o a situazioni di terzi, ovvero alla particolare situazione del mercato.

<sup>106</sup> Cass., 26 agosto 2016, n. 17359, ha sancito che, in tema di responsabilità degli amministratori di s.r.l., la riforma societaria, che pur non prevede più il richiamo, negli artt. 2476 e 2487 c.c., agli artt. 2392, 2393 e 2394 c.c., e cioè alle norme in materia di società per azioni, non spiega alcuna rilevanza abrogativa sulla legittimazione del curatore della società a responsabilità limitata che sia fallita, all'esercizio della predetta azione ai sensi dell'art. 146 l. fall., in quanto per tale disposizione, riformulata dal d.lgs. n. 5/2006, art. 130, tale organo è abilitato all'esercizio di qualsiasi azione di responsabilità contro amministratori, organi di controllo, direttori generali e liquidatori di società, così confermandosi l'interpretazione per cui, anche nel testo originario, si riconosceva la legittimazione del curatore all'esercizio delle azioni comunque esercitabili dai soci o dai creditori nei confronti degli amministratori, indipendentemente dallo specifico riferimento agli artt. 2393 e 2394 c.c. Sicché, anche se si ritenesse che i creditori di società a responsabilità limitata non abbiano più l'azione *ex art.* 2393 c.c., nei confronti degli amministratori, rimarrebbe comunque esercitabile dal curatore fallimentare l'azione di responsabilità *ex art.* 2043 c.c.

<sup>107</sup> Cass., 1 dicembre 2009 n. 25271, in *Guida dir.*, 2010, 5, 71, la quale ha anche precisato che "la responsabilità del prestatore d'opera intellettuale nei confronti del proprio cliente per negligente svolgimento dell'attività professionale presuppone, quindi, la prova del danno e del nesso causale tra la condotta del professionista e il danno del quale è chiesto il risarcimento".

<sup>108</sup> Cass. pen., Sez. V, 18 maggio 2006, n. 23730, ha sancito il principio che il

previsioni fossero attendibili proprio in termini di “ragionevolezza” sulla capacità di rientro del debito contratto per l’operazione <sup>109</sup>.

Se, invece, l’insuccesso fosse derivato in un ambiente caratterizzato da sostanziali scostamenti gestionali rispetto ai programmi, gli amministratori potrebbero essere esposti a responsabilità promosse nei loro confronti: *ex art.* 2394 c.c., qualora lo scostamento abbia pregiudicato anche l’interesse della società alla conservazione dell’integrità del proprio patrimonio sociale, ovvero *ex artt.* 2395 e 2476, comma 6, c.c. qualora l’interesse dei creditori e quello della società divergano, con i primi che soccombono alle esigenze della seconda <sup>110</sup>.

In questo secondo caso l’esperto non dovrebbe essere coinvolto, salvo che non venga provato che il piano originario era comunque inadatto a sostenere l’operazione di fusione, per cui la società ha mutato i propri programmi proprio per cercare di raddrizzare ciò che, fin dall’inizio, era razionalmente e prevedibilmente insostenibile.

Ma anche in questa ipotesi, la responsabilità sorgerà in capo all’esperto solo se la sua attestazione dovesse essere qualificata come apoditticamente viziata nei suoi fondamentali, cioè priva di completezza, coerenza e adeguatezza tecnica delle motivazioni ivi contenute e, quindi, con un evidente scostamento dai metodi e dai canoni richiesti dalla *best practice* <sup>111</sup>.

discrimine va effettuato sulla ragionevolezza del progetto industriale, senza tuttavia distinguere i casi in cui la società sia fallita per ragioni esclusivamente legate all’operatività, da quelle in cui il *lbo* sia l’unica causa del fallimento, sull’assunto che l’operazione non è penalmente censurabile solo qualora si dimostri la ragionevolezza e la sostenibilità, necessariamente *ex ante*, del progetto industriale. Tale giudizio non può che posizionarsi *ex ante*, perché è evidente che se le “debolezze” emergono già in fase di pianificazione, si rendono difficilmente comprensibili le ragioni economiche dell’operazione, gettando una luce di ambiguità sulle finalità degli operatori o, quantomeno, sulla loro prudenza.

<sup>109</sup> M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 234, segnala come, anche in questo caso, come per i sindaci e gli amministratori, sembra doveroso segnalare il rischio che la violazione delle rispettive obbligazioni sia desunta, alquanto meccanicamente, dall’esito infausto del *leveraged buy out*, quando all’operazione faccia seguito il fallimento dell’impresa; si tratterebbe peraltro di uno sviluppo assai poco augurabile, sia per l’evidente iniquità che in tal modo verrebbero a soffrire i singoli (che verrebbero condannati in base ad un ragionamento *ex post*) sia per gli effetti perversi che si determinerebbero in pratica a livello di sistema giuridico in generale.

<sup>110</sup> A. ROSSI, *op. cit.*, 1011.

<sup>111</sup> Va da sé che il riesame risulterà maggiormente approfondito con riferimento a una stima priva di precedenti significativi rispetto ad una che abbia carattere “standard”; andrà altresì accertata la coerenza delle singole scelte valutative rispetto al contesto generale di riferimento della stima oggetto di riesame. Sotto questo profilo, va ricordato che il termine “attestare” non significa “garantire” la veridicità dei risultati futuri indicati dagli amministratori, in quanto le proiezioni possono risultare più o meno corrette a seconda del verificarsi di eventi estranei (o imprevedibili) all’attività sociale, con la conseguenza che non potranno essere imputate all’esperto responsabilità nel caso in cui subentrino elementi nuovi non conosciuti o non rappresentati dagli amministratori durante i lavori di attestazione.

La mancata attuazione del piano determina, pertanto, l'insorgere di responsabilità in capo all'esperto solo a condizione che le ipotesi formulate dagli amministratori apparissero, fin dall'inizio, scientificamente "irragionevoli", nel senso in precedenza chiarito <sup>112</sup>.

In altre parole, l'esperto andrà esente da responsabilità solo se proverà che la discrezionalità inevitabile dell'attestazione si è mantenuta nei limiti consentiti dalla tecnica per prassi riconosciuta, con la precisazione che la stessa è da ritenersi valida solo in relazione ai dati ottenuti e/o messi a sua disposizione ed utilizzati per lo scopo come sopra stabilito, non potendo essere attestato quanto a lui ignoto.

Il contenuto dell'attestazione dovrà quindi essere affidabile e concreto, con un esplicitato processo logico previsionale, tale da rendere comprensibile la prognosi e credibile il suo risultato, analizzando la completezza, esaustività e attendibilità dei documenti, dei dati e delle informazioni su cui si è determinata la stima, tenendo conto delle peculiarità di ciascuna operazione estimativa.

L'espresso richiamo contenuto nell'art. 2501-*sexies*, comma 6, c.c. regola la responsabilità non solo verso la società (dalla quale, o su istanza della quale, è stato nominato), ma anche verso i soci e i terzi. L'esperto è quindi tenuto a risarcire il danno ogni qualvolta le erronee indicazioni o le false attestazioni contenute nella sua relazione abbiano cagionato un pregiudizio a seguito di un suo comportamento doloso o colposo <sup>113</sup>; tenuto conto dell'oggetto dell'indagine, in buona parte costituito da prognosi di avveramento di eventi futuri, ciò sarebbe coerente con il disposto dell'art. 2226 c.c., che sancisce la limitazione della responsabilità alle ipotesi di dolo o colpa grave allorquando la prestazione implica la risoluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà <sup>114</sup>, fattispecie che si concretizza, soprattutto, quando il piano prevede un orizzonte temporale non breve e/o nell'ambito di situazioni complesse.

Oltre allo *standard* di diligenza previsto dalle norme comuni per i professionisti, previsto dall'art. 1176, comma 2, c.c.<sup>115</sup>, è tuttavia dubbio se il rinvio all'art. 64 c.p.c. operato dall'art. 2501-*sexies* c.c. qualifichi una

<sup>112</sup> A. MAFFEI ALBERTI, *Comm. breve al diritto delle società*, 4ª ed., Padova, 2017, 1718.

<sup>113</sup> Documento Aristeia, n. 50, cit., 11. L.M. QUATTROCCHIO – G. SASSI, *op. cit.*, 11.

<sup>114</sup> S. FORTUNATO, *La responsabilità civile del professionista nei piani di sistemazione delle crisi di impresa*, in *Fall.*, 2009, 893.

<sup>115</sup> Cass. 18 aprile 2011 n. 8863, ha ribadito il principio che l'obbligazione del professionista viene comunemente qualificata come obbligazione di mezzi e non di risultato, per cui rileva non già il conseguimento del risultato utile per il cliente, ma il modo in cui è stata svolta l'attività, avuto riguardo, da un lato, al dovere primario del professionista di tutelare le ragioni del cliente e, dall'altro, al parametro della diligenza fissata dall'art. 1176, comma 2, c.c., che è quello della diligenza del professionista di media attenzione e preparazione.



responsabilità extracontrattuale, risultando invero preferibile abbracciare la tesi di una responsabilità contrattuale, quantomeno nei confronti della società che ha conferito l'incarico<sup>116</sup>.

Si ritiene inoltre applicabile il disposto dell'art. 1227 c.c., sul concorso del fatto colposo del creditore<sup>117</sup>, stante l'inevitabile grado di dipendenza del lavoro dell'esperto all'apparato documentale e informativo fornito inizialmente dalle società coinvolte.

Si apre così il problema della quantificazione del danno, che sembrerebbe approdare verso il riconoscimento dell'applicazione del criterio dell'integrale risarcimento<sup>118</sup>, cioè il danno da affidamento, che comprende, nel caso di specie, le perdite verificatesi a causa dell'operazione che impattano sul valore delle partecipazioni (per i soci), sul minor valore dell'attivo (per la società insolvente) e sul minor rimborso del credito (per i creditori), tutti danneggiati da un inappropriato ricorso all'operazione di *leverage buy out*.

La valutazione del danno dovrebbe in tal caso essere riferita alle migliori condizioni che i danneggiati avrebbero ottenuto qualora non si fosse effettuata l'operazione, con valorizzazione anche degli ulteriori danni che risultassero collegati a detto comportamento da un rapporto rigorosamente consequenziale e diretto<sup>119</sup>.

## Abstract

### EXPERT REPORT IN MERGER LEVERAGED BUY OUT OPERATIONS

L'Autore, dopo una breve introduzione generale sulle operazioni di *merger leveraged buy out*, contentra l'indagine sulla relazione dell'esperto, di cui all'art. 2501-sexies c.c.

\*\*\*

<sup>116</sup> A. MAFFEI ALBERTI, *Comm. breve al diritto delle società*, cit., 1730.

<sup>117</sup> S. FORTUNATO, *op. cit.*, 893.

<sup>118</sup> G. MERUZZI, *Il fondamento sistematico dell'exceptio doli e gli obiter dicta della Cassazione*, in *Cont. impr.*, 2007, 1370, secondo il quale, su tali aspetti la Cassazione si è orientata, nelle più recenti sentenze, verso l'abbandono della tesi tradizionale, che partendo dalla formula descrittiva del danno "*da occasioni perdute*" commisurava l'interesse negativo in relazione al positivo, per approdare alla più corretta applicazione del criterio dell'integrale risarcimento del danno.

<sup>119</sup> Cass., Sez. I, 7 marzo 2007, n. 5273, nella quale si fa riferimento esplicito a Cass. n. 5610/1980; Cass. n. 8318/1990; Cass. 9523/1999 e che precisa che "il contraente in mala fede è responsabile dei danni provocati dal suo comportamento illecito ed i danni vanno commisurati al minor vantaggio, ovvero al maggior aggravio economico prodotto dal comportamento tenuto in violazione dell'obbligo di buona fede, salvo che ne sia dimostrata l'esistenza di ulteriori, i quali risultino collegati a detto comportamento da un rapporto rigorosamente consequenziale e diretto".

*The Author, after an overview on the MLBO operations, focuses the attention on the expert report provided by article 2501–sexies c.c.*

---