



CONSIGLIO NAZIONALE  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

FONDAZIONE  
**ARISTEIA**

ISTITUTO DI RICERCA  
DEI DOTTORI  
COMMERCIALISTI



# DOCUMENTI ARISTEIA

**documento n. 50**

*La fusione a seguito di acquisizione  
con indebitamento  
(Merger leveraged buy-out)*

giugno 2005

**LA FUSIONE A SEGUITO DI  
ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO  
(MERGER LEVERAGED BUY-OUT)**

LA FUSIONE A SEGUITO DI ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO  
(MERGER LEVERAGED BUY-OUT)

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Nozione, tipologie e ambito di disciplina. – 3. Procedimento di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento. – 4. Forme di tutela. – 5. Tabella di sintesi.

1. PREMESSA

La liceità delle operazioni di *leveraged buy-out*, frequenti nella prassi commerciale, è stata a lungo oggetto di dibattito tanto in dottrina quanto in giurisprudenza. Ci si domandava, in particolare, se la fattispecie comportasse il superamento dei limiti posti dalla legge all'acquisto di azioni proprie ovvero costituisse una violazione del divieto di concedere garanzie per l'acquisto di azioni proprie.

In occasione della riforma del diritto societario, il legislatore è intervenuto con una specifica disposizione – che a parere della dottrina può definirsi “*norma di interpretazione autentica*” – volta ad affermare la legittimità delle operazioni di *merger leveraged buy-out*. Fra i principi e i criteri direttivi della delega al governo, è espressamente stabilito che “*le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli articoli 2357 e 2357-quater del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile*” (art. 7, comma 1, lett. *d*), della l. 3 ottobre 2001, n. 366).

La disposizione ha trovato puntuale attuazione nell'art. 2501-*bis* c.c., introdotto dall'art. 6.1 del d.lgs. 17 febbraio 2003, n. 6, e rubricato “*Fusione a seguito di acquisizione mediante indebitamento*”. Come si precisa nella relazione di commento alla riforma del diritto societario, la norma indica le condizioni cui le operazioni di fusione effettuate mediante LBO devono sottostare.

In conclusione, il legislatore – con l'introduzione della disciplina sulla fusione a seguito di indebitamento – ha messo fine ai dubbi sulla liceità di iniziative economiche di questo tipo. Di contro, ne ha sottoposto la realizzazione a specifiche cautele procedurali volte, in particolare, ad esplicitarne i piani economico-finanziari.

## 2. NOZIONE, TIPOLOGIE E AMBITO DI APPLICAZIONE

Il termine *leveraged buy-out* individua generalmente la seguente operazione:

- una società intende acquisire un'altra società, o talvolta un'azienda;
- l'acquisizione della proprietà o del controllo avviene attraverso l'indebitamento nei confronti di terzi;
- dopo l'acquisto, l'indebitamento è rimborsato mediante l'impiego della disponibilità finanziaria o patrimoniale della società acquisita.

Nella prassi economico-finanziaria, soprattutto internazionale, sono via via emerse numerose varianti rispetto allo schema "classico" sopradescritto.

La connotazione tipica dell'operazione, pur nella eterogeneità delle fattispecie, è da ravvisarsi nell'acquisizione realizzata "facendo leva" sulle capacità economiche della struttura societaria o aziendale acquisita. In altri termini, il LBO consente la traslazione del costo dell'acquisizione dalla società acquirente alla società acquisita.

Molto frequente, soprattutto nella prospettiva societaria italiana, è l'operazione di *merger leveraged buy-out* che è finalizzata alla fusione fra società acquirente e società acquisita. Il MLBO si articola in diverse fasi:

- i promotori dell'operazione, ovvero una o più società promotrici, costituiscono una società al fine specifico di realizzare un'operazione di *leveraged buy-out* (perciò detta *shellcorporation*, *newcorporation* o, più sinteticamente, *newco*);
- la *newco* ricorre ad un finanziamento per raccogliere i fondi sufficienti e acquista le azioni (*stock based transaction*) oppure i beni del patrimonio (*asset based transaction*) della società-bersaglio (c.d. società *target*);
- infine, viene attuata la fusione fra la società *newco* e la società *target*.

La fusione avviene, in genere, per incorporazione della *newco* nella *target* (*reverse merger*) e, meno frequentemente, viceversa (*forward merger*).

Il *leveraged management buy-out* ricorre quando l'operazione di LBO viene realizzata dai manager della società *target* i quali, talora insieme ad altri finanziatori, costituiscono una *newco* allo specifico fine di acquisire la proprietà dell'impresa gestita. Si ha, poi, *leveraged management buy-in* quando i promotori dell'operazione sono *manager* esterni alla *target* che intendono gestire la società da acquisire. Sulla base delle diverse figure che compongono il *management* può effettuarsi poi

un'ulteriore distinzione fra le operazioni poste in essere dagli amministratori delle società e quelle condotte dai *manager* in senso stretto ovvero dai dirigenti dipendenti della società.

Un'altra subspecie di LBO è rappresentata dal *corporate buy-out* che coinvolge società appartenenti ad un medesimo gruppo ed è, di norma, finalizzata alla riorganizzazione dell'attività imprenditoriale.

Sotto il profilo funzionale, il LBO rappresenta una delle modalità con le quali attuare strategie di *M&A*. È utilizzata nella prassi commerciale per realizzare operazioni di concentrazione di imprese, assicurare un rafforzamento patrimoniale della società, migliorare la posizione finanziaria, ottenere vantaggi fiscali, modificare la composizione della proprietà o del *management*.

Come precedentemente osservato, la forma di LBO disciplinata dall'art. 2501-*bis* c.c. corrisponde a quella che nella terminologia anglosassone è nota come *merger leveraged buy-out* e che il nostro legislatore ha definito "*Fusione a seguito di acquisizione mediante indebitamento*".

Gli elementi che caratterizzano l'operazione di fusione a seguito di acquisizione mediante indebitamento, così come delineata dal primo comma dell'art. 2501-*bis*, sono:

- l'assunzione di debiti da parte della società acquirente al fine di conseguire il controllo della società bersaglio;
- la funzione di garanzia generica oppure di fonte di rimborso assolta dal patrimonio della società acquisita in relazione al finanziamento ottenuto dalla società acquirente per realizzare l'operazione di fusione.

Si osserva in dottrina che la definizione di MLBO data dal legislatore della riforma presenta alcuni punti di criticità. Si rileva, in particolare, che l'uso di una terminologia ampia e, a tratti, atecnica potrebbe creare nuove incertezze e problemi applicativi.

Dall'art. 2501-*bis* si desume, ad esempio, che deve sussistere un collegamento funzionale fra il debito e l'acquisto della *target*. Il legislatore non specifica di che tipo di collegamento si tratti. Tuttavia si ritiene che il collegamento sia ravvisabile ogni qual volta che il "*debitore proceda all'acquisto utilizzando somme che ha l'obbligo di restituire*". Il che significa che non può essere ravvisabile solo nelle ipotesi in cui debitore e finanziatore stipulano un mutuo di scopo, ma sussiste ogni qualvolta è riconoscibile un collegamento "*di fatto*" fra debito e acquisto della *target*, indipendentemente dal negozio giuridico sottostante. Nessuna distinzione è fatta poi dal legislatore in merito alla tipologia, alla misura o alla scansione temporale di tale debito.

Ulteriore elemento costitutivo della fattispecie di finanziamento a seguito di acquisizione è l'acquisizione del controllo della società *target*. Nel silenzio della legge sul punto, per la definizione di controllo sembra doversi fare riferimento all'art. 2359 c.c. Pertanto, dovrebbero rientrare nella fattispecie tutte le ipotesi in cui la società acquirente – di diritto, di fatto e, altresì, attraverso le

partecipazioni possedute da società controllate, società fiduciarie e interposte persone – sia in grado di determinare la volontà della società acquisita.

L'art. 2501-*bis* stabilisce, infine, che si ha fusione a seguito di acquisizione con indebitamento quando “*il patrimonio della società acquisita venga a costituire garanzia generica*” oppure “*fonte di rimborso*” dei debiti contratti dalla società acquirente per procedere all'acquisizione della società *target*.

Nei commenti alla norma si sottolinea che il primo requisito ricorre ogniqualvolta il patrimonio della società controllante non sia di per sé in grado di “garantire” il debito contratto ovvero quando a seguito dell'operazione di fusione si determini un indebitamento eccessivo rispetto al patrimonio della società acquirente. Autorevole dottrina suggerisce, invero, una diversa e più coerente interpretazione della fattispecie in esame muovendo dalla constatazione che il legislatore voglia implicitamente far riferimento al concetto di patrimonio – della società acquirente – inteso come “attivo patrimoniale” (posto che è questo il significato assunto dal termine nell'art. 2470 c.c., laddove il patrimonio rileva come garanzia generica delle obbligazioni del debitore). Si potrebbe, dunque, ritenere che il patrimonio della società acquisita costituisca “*garanzia generica*” dei debiti contratti solo se, al momento della fusione, la società acquirente abbia contratto debiti allo scopo di acquisire il controllo della società *target* per un importo superiore al proprio attivo patrimoniale, al netto delle azioni da questa detenute nella società *target*. Al contrario, il requisito in esame non risulterà integrato se il patrimonio della società acquirente, al netto delle partecipazioni nella *target*, sia idoneo a controbilanciare il debito contratto per procedere all'acquisizione della società *target*. Quanto alle fattispecie in cui il patrimonio della società acquisita sia “*fonte di rimborso dei debiti*” contratti dalla società controllante, il legislatore sembra riferirsi, invece, ai casi in cui, al momento della fusione, si prevede che le somme da restituire derivino dai flussi di cassa ottenuti dall'attività della società *target*, ivi compresa l'eventuale dismissione di cespiti patrimoniali di quest'ultima.

In conclusione, al ricorrere di questi presupposti e indipendentemente dal tipo di società coinvolte, il procedimento di fusione fra società acquirente e società acquisita deve avvenire nel rispetto di obblighi informativi più rigorosi indicati nei successivi commi dell'art. 2501-*bis*.

Come precedentemente accennato, *ratio* dell'intera disciplina contenuta nell'art. 2501-*bis* è quella di precisare le condizioni cui le operazioni di *merger leveraged buy-out* devono sottostare. Si ritiene, pertanto, che il legislatore delegato non abbia inteso affermare la incondizionata legittimità della fusione in parola, ma abbia preferito introdurre una disciplina idonea a dare piena informazione ai soci e ai creditori sociali delle conseguenze derivanti dal MLBO e capace, allo stesso tempo, di evitarne un uso distorto. Ne consegue che il rispetto di queste condizioni sia condizione necessaria – benché secondo parte della dottrina non sempre sufficiente – per escludere il contrasto con il divieto di

accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto di azioni proprie (artt. 2357, 2357-*quater* e 2358 c.c.).

### 3. PROCEDIMENTO DI FUSIONE A SEGUITO DI ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO

Il procedimento per realizzare una operazione di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento si innesta, integrandolo, sulla procedura di fusione così come delineata in via generale dagli artt. 2501-*ter* fino a 2504-*ter* c.c.

Il legislatore, da un lato, sembra aver così aderito al suggerimento di quanti anche prima della riforma, ritenendo che operazione di questo tipo fossero di regola lecite, osservavano che la tutela dei soci di minoranza, degli obbligazionisti e dei creditori passa attraverso gli ordinari strumenti di tutela predisposti in tema di fusione e, in più generale, attraverso quelli loro riconosciuti dal diritto societario. Dall'altro, il legislatore ha imposto specifici e ulteriori contenuti informativi rispetto allo schema-base della fusione diretti, in particolare, a illustrare la sostenibilità finanziaria dell'operazione di MLBO. Ne consegue che il procedimento di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento è improntato ad un grado di trasparenza maggiore rispetto a quella prevista, in via generale, per la fusione.

In caso di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, il *progetto di fusione* deve indicare e prevedere anche le risorse finanziarie mediante le quali soddisfare le obbligazioni della società risultante dalla fusione (art. 2501-*bis*, comma 2, c.c.). In altre parole, il *business plan* di questo tipo di fusione si compone sia di un piano industriale sia di un piano finanziario nel quale devono essere specificatamente illustrate le ragioni imprenditoriali giustificative dell'operazione stessa, nonché le modalità per il soddisfacimento delle obbligazioni che verranno a gravare sulla società risultante dalla fusione. Si osserva, in dottrina, che l'inserimento di queste indicazioni nel progetto di fusione presuppone una attenta e ponderata analisi in ordine alla sostenibilità dell'esposizione debitoria che verrà a gravare sulla società risultante della fusione. Quanto alle "*risorse finanziarie*", si ritiene che il concetto possa essere interpretato restrittivamente ovvero avendo riguardo solo alla liquidità – di cassa – che la società risultante dalla fusione si prevede possa produrre. In via esemplificativa, secondo la dottrina, il progetto di fusione in caso di MLBO dovrebbe illustrare:

- la situazione e la struttura dell'indebitamento della società risultante dalla fusione con specifica indicazione della tipologia dei debiti assunti e dell'esborso previsto per il rimborso del debito, degli interessi passivi e delle commissioni;
- le fonti delle risorse finanziarie necessarie per estinguere l'indebitamento;

- il piano strategico, sotto forma di bilancio di previsione della società risultante dalla fusione composto da conto economico, stato patrimoniale e flussi di cassa prospettici.

Il legislatore stabilisce, altresì, che la relazione dell'organo amministrativo disciplinata nell'art. 2501-*quinquies* c.c. fornisca ulteriori e specifiche informazioni riguardanti la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento. In particolare, ai sensi del terzo comma dell'art. 2501-*bis*, la relazione dell'organo amministrativo deve:

- indicare le ragioni che giustificano l'operazione;
- contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

Come evidenziato da autorevole dottrina, il piano strategico deve dimostrare la sostenibilità dell'operazione e, dunque, illustrare e spiegare in che modo la società risultante dalla fusione potrà avere redditività e stabilità nonostante il debito di cui è gravata. Mentre la relazione dell'organo amministrativo deve contenere una descrizione delle ragioni e degli obiettivi che stanno alla base del progetto di fusione differenziandosi rispetto a quest'ultimo per il maggior grado di analiticità delle informazioni contenute.

Nella relazione degli esperti di cui all'art. 2501-*sexies* c.c. deve poi essere attestata la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione (2501-*bis*, comma 4, c.c.). Dal tenore letterale della norma pare corretto desumere che gli esperti sono tenuto a esprimere un proprio parere circa la ragionevolezza e la non arbitrarietà delle metodologie applicate dall'organo amministrativo per giungere alla proiezioni economiche dell'operazione. Parallelamente, si esclude che essi 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. Il compito appare particolarmente delicato poiché, come osservato in dottrina, la relazione dei esperti si sostanzia in un “*processo revisionale di dati prospettici*”.

È interessante osservare che il nuovo art. 2501-*sexies* ribadisce che ciascun esperto ha il potere di ottenere dalle società partecipanti alla fusione tutte le informazioni e i documenti utili e di procedere ad ogni necessaria verifica. Si ritiene, pertanto, 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. La norma in esame apre il delicato problema del conflitto fra il diritto-dovere dell'esperto di acquisire tutti i possibili elementi di giudizio e il diritto-dovere degli amministratori della società partecipanti di conservare la riservatezza necessaria sui segreti aziendali. A tal proposito, si osserva, in dottrina, da un lato, che gli esperti sono vincolati dal divieto, anche penalmente sanzionato, di rivelare, diffondere o utilizzare le notizie e le informazioni di



carattere riservato apprese nell'esecuzione del loro incarico e, dall'altro, che la facoltà loro concessa trova il proprio limite naturale nella pertinenza delle informazioni ricercate allo svolgimento del loro incarico.

Il quinto comma dell'art. 2501-*bis* stabilisce che al progetto di fusione deve essere allegata una relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente.

Si osserva, in primo luogo, che il quinto comma non trova applicazione quando il controllo contabile non è obbligatoriamente affidato ad una società di revisione e, quindi, si applica solo alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio oppure a quelle tipologie di società per le quali la legge prevede che il controllo contabile sia esercitato da una società di revisione (banche, assicurazioni, ecc.). Si chiarisce, inoltre, che quando entrambe le società sono soggette al controllo contabile di una società di revisione è sufficiente che la relazione in oggetto sia redatta – indifferentemente – da una soltanto delle società di revisione. In secondo luogo, si ritiene che la relazione non deve valutare la ragionevolezza o l'adeguatezza del piano economico finanziario contenuto nel progetto di fusione, ma deve limitarsi ad attestare la correttezza contabile dei dati predisposti dagli amministratori e contenuti nel menzionato progetto.

In caso di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, infine, è fatto espresso divieto di ricorrere alle procedure semplificate di fusione previste dagli artt. 2505 e 2505-*bis* c.c. che disciplinano, rispettivamente, l'incorporazione di società interamente possedute e l'incorporazione di società possedute al novanta per cento (art. 2501-*bis*, comma 6). È evidente che la norma vuole evitare il ricorso a procedimenti di fusione che non assicurano un adeguato livello informativo.

#### 4. FORME DI TUTELA

Passiamo ora ad esaminare brevemente gli strumenti di tutela per quei soggetti i cui interessi potrebbero essere lesi a seguito di un'operazione di MLBO.

La disciplina della fusione, come modificata, seppur in maniera non incisiva, dalla riforma del diritto societario (artt. da 2501 fino al 2505-*quater* c.c.), attribuisce sia ai soci della società *target* sia ai creditori sociali indispensabili mezzi di tutela.

Innanzitutto, i soci delle società partecipanti alla operazione di MLBO, nei casi legislativamente previsti, possono impugnare la deliberazione di fusione. La disciplina della fusione prevede, infatti, che i soci delle società partecipanti alla fusione assumano la propria decisione sulla base di un'articolata documentazione informativa. Gli organi di amministrazione delle società partecipanti alla

fusione devono provvedere, *in primis*, alla redazione del progetto di fusione e al suo deposito per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove ha sede ciascuna delle società partecipanti alla fusione. Il progetto di fusione – accompagnato dalla relazione dello stesso organo amministrativo, dalle situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione e, ove necessario, dalla relazione degli esperti sul rapporto di cambio e dalla relazione di stima del patrimonio delle società di persone e, in caso di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, anche dalla relazione della società di revisione che attesti la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione – è poi depositato durante i trenta giorni che precedono l'assemblea presso la sede di tutte le società partecipanti alla fusione. Una volta deliberata la fusione e prima che sia eseguita l'iscrizione nel registro delle imprese ai soci – qualora siano assenti, dissenzienti o astenuti – è riconosciuta la facoltà di impugnare la deliberazione di fusione *ex art. 2377 c.c.*

Di contro, una volta eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione nel registro delle imprese, pur in mancanza dell'espletamento delle previste formalità pubblicitarie, nonché delle ulteriori condizioni di efficacia costitutiva dell'atto di fusione (e, dunque, anche in caso di violazione delle prescrizioni in tema di MLBO contenute nell'art. 2501-*bis* c.c.), l'invalidità dell'atto di fusione, come noto, non può essere più pronunciata (art. 2504-*quater*, comma 1, c.c.). Con la conseguenza che da quel momento la tutela degli interessi eventualmente pregiudicati dalla fusione si trasferisce dal piano "reale" dell'invalidità a quello obbligatorio del rimedio risarcitorio. Il legislatore ha, infatti, cura di chiarire e specificare che ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione è in ogni caso riconosciuto il diritto ad ottenere risarcimento dell'eventuale danno (art. 2504-*quater*, comma 2, c.c.). Costoro potranno a tal fine agire nei confronti della società risultante alla fusione oppure degli amministratori delle società partecipanti alla stessa.

Residua, infine, la possibilità che gli amministratori siano chiamati a rispondere anche penalmente del loro operato qualora le condotte poste in essere in occasione di operazioni di MLBO realizzino le fattispecie incriminate dai novellati artt. 2628, 2629 e 2634 c.c. rispettivamente in tema di illecite operazioni sulle azioni o quote sociali delle società controllate, operazioni in pregiudizio dei creditori e infedeltà patrimoniale.

In merito alla relazione degli esperti, stante il rinvio all'art 2501-*sexies*, trova applicazione il secondo comma della norma laddove prevede la responsabilità civile dell'esperto nei confronti delle società partecipanti alle fusioni, nonché dei loro soci e dei terzi. In altre parole, l'esperto dovrebbe risarcire il danno ogni qualvolta le erronee indicazioni o le false attestazioni contenute nella relazione, dovute ad un suo comportamento doloso o colposo, abbiano cagionato loro un pregiudizio. Si osserva che, a differenza della casistica ormai nota sulla incongruità del rapporto di cambio, l'individuazione di un

danno imputabile agli esperti non è, tuttavia, agevole. Quanto alla responsabilità penale degli esperti, è fatto poi espresso richiamo all'art. 64 c.p.c. in tema di responsabilità del consulente tecnico.

Un ulteriore strumento di reazione dei soci di minoranza in occasione della fusione applicabile anche ai casi di MLBO è rappresentato dalla possibilità di “negoziare” la loro permanenza nella società. Per le s.r.l., infatti, il nuovo art. 2473 c.c. prevede esplicitamente la fusione tra le ipotesi di recesso del socio. Di contro, poiché nelle s.p.a. la fusione non costituisce un'autonoma causa di recesso, il socio assente, astenuto o dissenziente può far valere questo diritto solo quando nello statuto questa operazione sia stata prevista fra le cause di recesso oppure qualora dalla fusione derivi una delle situazioni espressamente indicate dall'art. 2437 c.c.

Quanto ai creditori sociali, la legge attribuisce loro uno specifico potere di reazione alla decisione di fusione. I creditori – il cui credito sia anteriore all'iscrizione nel registro delle imprese del progetto di fusione – possono fare opposizione alla fusione nei sessanta giorni successivi all'iscrizione nel registro delle imprese della decisione di fusione a meno che risulti il loro consenso; il pagamento dei relativi crediti; il deposito delle somme corrispondenti presso una banca ovvero si asseveri nella relazione degli esperti di cui all'art. 2501-*sexies* che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione rende non necessarie garanzie a tutela dei suddetti creditori (art. 2503 c.c.). All'opposizione si applica la disposizione contenuta nell'ultimo comma dell'art. 2445 c.c. Pertanto, l'opposizione dei creditori sociali paralizza il procedimento di fusione e investe della decisione il tribunale. Il tribunale, qualora ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori oppure ritenga che la società abbia prestato idonea garanzia, può tuttavia disporre che l'operazione abbia luogo nonostante l'opposizione dei creditori sociali.

Il medesimo potere di opposizione è riconosciuto anche ai possessori di obbligazioni delle società partecipanti alla fusione. Una specifica forma di tutela è accordata, inoltre, ai possessori di obbligazioni convertibili in azioni. A questi ultimi è, infatti, concessa la facoltà di esercitare anticipatamente il diritto di conversione il quale è soggetto a uno specifico regime di pubblicità (art. 2503-*bis*).

In ogni caso, quando l'operazione di MLBO coinvolge società quotate, i soci di minoranza ricevono tutela ad opera del T.U.F. e, in particolare, delle disposizioni che impongono e disciplinano l'offerta pubblica d'acquisto (artt. 102 a 112 del d.lgs. n. 58/1998). L'art. 131 del T.U.F. dispone, inoltre, che gli azionisti dissenzienti dalle deliberazioni di fusione (o scissione) che comportino l'assegnazione di azioni non quotate hanno diritto di recedere e, in tal caso, si applica quanto stabilito dall'art. 2437 c.c.

Infine, quanto ai lavoratori delle società partecipanti alla fusione, è bene osservare che in caso di fusione trova puntuale applicazione la normativa che disciplina il trasferimento d'azienda. Ponendo fine ai dubbi emersi sul punto tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, il novellato art. 2112 c.c.,

rubricato “*Mantenimento dei diritti dei lavoratori in caso di trasferimento d’azienda*”, stabilisce, infatti, che per trasferimento di azienda si intende “*qualsiasi operazione che in seguito a cessione contrattuale o fusione, comporti il mutamento nella titolarità di un’attività economica organizzata*”. La norma in esame garantisce, in particolare, la continuità dei rapporti di lavoro con la società risultante dalla fusione e assicura, inoltre, la conservazione dei diritti derivanti dai contratti di lavoro in essere al momento della fusione. Inoltre, antecedentemente alla fusione e qualora l’operazione riguardi un’azienda in cui sono occupati più di quindici lavoratori, l’art. 47 della l. n. 428/1990, come modificato dal d.lgs. n. 18/2001, impone a carico del datore di lavoro rigorosi obblighi di informazione e consultazione sindacale.

## 5. TABELLA DI SINTESI

Di seguito riepiloghiamo gli specifici contenuti informativi con i quali, in caso di MLBO, è necessario integrare i documenti pre-assembleari del procedimento di fusione.

FUSIONE A SEGUITO DI ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO	
PROGETTO DI FUSIONE (art. 2501-ter)	Indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione (art. 2501 bis, co. 2)
ALLEGATI AL PROGETTO	Relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente (art. 2501-bis, co. 5)
RELAZIONE DELL’ORGANO AMMINISTRATIVO (art. 2501-quinquies)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Indicazione delle ragioni che giustificano l’operazione</li> <li>- Redazione di un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere (art. 2501-bis, co. 3)</li> </ul>
RELAZIONE DEGLI ESPERTI (art. 2501-sexies)	Attestazione della ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione (art. 2501-bis, co. 4)



---

**FONDAZIONE ARISTEIA – Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti**

Via Torino 98 – 00184 Roma

Tel. 06/4782901 – Fax 06/4874756 – [www.aristeia.it](http://www.aristeia.it)