

- **Codice Civile**
 - **Libro V** - Del lavoro
 - **Titolo V** - Delle società
 - **Capo X** - Della trasformazione, della fusione e della scissione
 - **Sezione II** - Della fusione delle società

Art. 2501 bis c.c. - Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento

Autori

Codice Civile commentato a cura di G. Bonilini, M. Confortini, C. Granelli

Coordinatori, Autori ed Aggiornatori del Codice Civile commentato on line

Coordinatore Giorgio Schiano di Pepe

Autore Maria Maddalena Gaeta

Aggiornatore Lucia De Angelis

Bibliografia

AARDIZZONE, *sub art. 2501 bis*, in BBIANCHI (a cura di), *Commentario alla riforma delle s.p.a.*, Milano, 2006; BBARBA, *Profili civilistici del leveraged buy out*, Milano, 2003; BBERNARDI, *Legittimità delle operazioni di "leveraged buy out"*, in *DPS*, 2003, 9; BBUSANI, *Liceità delle operazioni di "leveraged buy out"*, in *DPS*, 2003, 3; CCACCHI PESSANI, PICONE, *Le operazioni di "leveraged recapitalization" nella nuova disciplina dell'art. 2501 bis*, in *Soc*, 2005, 1; CCAMILLETTI, *Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c.d. merger leveraged buy out*, in *GC*; CCIVERRA, *Le operazioni di fusione e scissione, l'impatto della riforma e la nuova disciplina del leveraged buy out*, Torino, 2004; DDOLMETTA, *Il merger leveraged buy out nella legge delega n. 366/2001: la target da spa a srl*, in *CorG*, 2002; FFERRI JR, GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori*, in AABBADESSA, PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, IV, Torino, 2007; FFRIGNANI, *Leveraged buy out*, in *Digesto comm.*, IX, Torino, 1998; GGAETA, *sub art. 2501 bis*, in FFAUCEGLIA, SCHIANO DI PEPE (a cura di), *Codice commentato delle s.p.a.*, Torino, 2007; GGIULIANO, *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Not*, 2007, 3; GGRANDE STEVENS, *LBO/MBO: intervista a Franco Grande Stevens (di Umberto Morello)*, in AAA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990; MMARABINI, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: "leveraged buy-out" legalizzato?*, in *GI*, 2006, 10; MMISEROCCHI, *La*

fusione, in RROSSI (a cura di), *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli societari*, Milano, 2003; MMONTALENTI, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in GCo, 2004, I; II.D., *sub art. 2501 bis*, in *Comm. Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti*, Bologna, 2004; MMORANO, *Leveraged buy out" nelle operazioni di fusione dopo la riforma*, in *Not*, 2005; II.D., *Liceità o illiceità del leveraged buy out?*, in *Soc*, 1992; PPALLINI, *Il "leveraged buy out" alla luce della riforma del diritto societario*, in *DPS*, 2002, 14/15; PPERRINO, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *RS*, 2003; PPICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Cel*, 2004; II.D., *Liceità del "merger leveraged buy-out"?*, in *Soc*, 2000; SSCHLESINGER, *Merger leveraged buy out e riforma societaria*, in *CorG*, 2003, 6; SSOLDATI, *"Leveraged buy out": la posizione dei soci di minoranza*, in *DPS*, 2002, 5; SSPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in *RS*, 2004, 2-3; II.D., *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buy out"*, in *Soc*, 2000; VVICARI, *Conflitti di interessi di amministratori e soci della società target nelleveraged buy out*, in AABBADESSA, PORTALE (diretto da) *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007.

Testo di legge

Art. 2501 bis Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento

Codice civile, approvato con Regio decreto 16 marzo 1942, n. 262

Publicato nella G.U. n. 79 del 04-04-1942

Codice Civile

Libro V - Del lavoro

Titolo V - Delle società

Capo X - Della trasformazione, della fusione e della scissione

Sezione II - Della fusione delle società

Art. 2501 bis Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento^{[2][4][5][3]}

Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.

Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La relazione di cui all'articolo 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

Al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente [1].

Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-bis.

Note:

[1] Comma così modificato dal comma 31 dell'art. 37, [D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 39](#).

Il testo precedentemente in vigore era il seguente: «Al progetto deve essere allegata una relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente.».

[2] Il Capo X del Titolo V del Libro V, comprendente gli articoli da 2498 a 2506-quater, è stato aggiunto, a decorrere dal 1° gennaio 2004, dall'art. 6, [D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6](#).

Il testo del presente articolo in vigore prima della sostituzione disposta dal suddetto [decreto legislativo n. 6 del 2003](#) è riportato nella nota al [Capo VIII](#).

[3] L'articolo 6, [D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6](#) (e conseguentemente il presente articolo) è stato successivamente modificato dall'art. 5, [D.Lgs. 6 febbraio 2004, n. 37](#). Occorre tener presenti le disposizioni transitorie contenute nei commi 1 e 2 dell'art. 6 dello stesso [decreto legislativo n. 37 del 2004](#) che qui si riportano: «1. Le disposizioni attuative e regolamentari del [decreto legislativo n. 385 del 1993](#) e del [decreto legislativo n. 58 del 1998](#) in materia di sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monistico nonché quelle in materia di categorie di azioni diverse dalle ordinarie e di strumenti finanziari sono emanate rispettivamente entro sei e nove mesi dalla pubblicazione del presente decreto.

2. Per le materie di cui al comma 1, le norme del [decreto legislativo n. 385 del 1993](#) e del [decreto legislativo n. 58 del 1998](#), modificate o sostituite dal presente decreto e le correlate norme del codice civile modificate o sostituite dal [decreto legislativo n. 6 del 2003](#), continuano a trovare applicazione fino all'emanazione delle relative disposizioni attuative e comunque non oltre i termini di cui al comma 1.».

Il testo del presente articolo in vigore prima delle modifiche disposte dal suddetto [decreto legislativo n. 37 del 2004](#) era il seguente: «2501-bis. Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento.

Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo. Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La relazione di cui all'articolo 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

Al progetto deve essere allegata relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente.

Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-bis.».

[4] Vedi, anche, l'art. 4, [D.Lgs. 30 maggio 2008, n. 108](#).

[5] Per la possibilità di sottoscrivere con firma digitale gli atti di natura fiscale di cui al presente articolo, vedi l'art. 36, comma 1-ter, [D.L. 25 giugno 2008, n. 112](#), convertito, con modificazioni, dalla [L. 6 agosto 2008, n. 133](#), come modificato dall'art. 11-bis, comma 1, [D.L. 16 ottobre 2017, n. 148](#), convertito, con modificazioni, dalla [L. 4 dicembre 2017, n. 172](#).

1. La disciplina del leveraged buy-out

📖 La riforma è espressamente intervenuta anche sul tema del *leveraged buy out*, disciplinando siffatto procedimento e sciogliendo definitivamente i dubbi in merito alla ammissibilità di tale operazione, a condizione che l'intera operazione si svolga nel rispetto sostanziale del disposto dell'art. 2501 bis (MMONTALENTI, *sub art. 2501 bis*, in *Comm. Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti*, Bologna, 2004, 2322). La dottrina più recente, nel ritenere che la fusione debba leggersi nell'ottica di un'operazione di riorganizzazione complessiva delle imprese che vi partecipano, ritiene che anche la fusione con acquisizione a seguito di indebitamento sia ispirata a tale *ratio*. Di conseguenza, la fusione disciplinata dall'art. 2501 bis, potrebbe far parte di una operazione di gestione ben più ampia [FFERRI JR, GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori*, in AABBADESSA, PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, IV, Torino, 2007, 242]. La disciplina delle fusioni con acquisizioni a seguito di indebitamento, inoltre, contribuisce a ridurre i possibili conflitti di interessi tra amministratori e soci della società *target* in operazioni di *leveraged buy out*, laddove il procedimento si svolga nel rispetto delle regole di cui all'art. 2501 bis [VVICARI, *Conflitti di interessi di amministratori e soci della società target nelleveraged buy out*, in AABBADESSA, PORTALE (diretto da) *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007, 270].

L'art. 7, 1° co., lett. d, L. 3.10.2001, n. 366, prevede tra i principi della delega al Governo che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano la violazione del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie di cui all'art. 2358. L'art. 2501 bis, pertanto, si applica alle fusioni nelle quali una società abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra e quando, per effetto della fusione, il patrimonio di quest'ultima viene costituire garanzia generica o rappresenta la fonte di rimborso dei debiti contratti [SSPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in *RS*, 2004, 2-4, 230; BBARBA, *Profili civilistici del leveraged buy out*, Milano, 2003, 157; MMORANO, *Leveraged buy out" nelle operazioni di fusione dopo la riforma*, in *Not*, 2005, 653; MMARABINI, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: "leveraged buy-out" legalizzato?*, in *GI*, 2006, 10, 1989; GGIULIANO, *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Not*, 2007, 3, 319; AARDIZZONE, *sub art. 2501 bis*, in BBIANCHI (a cura di), *Commentario alla riforma delle s.p.a.*, Milano, 2006, 464].

Il *leveraged buy-out* è una tecnica di finanziamento nata negli Stati Uniti agli inizi degli anni sessanta e presto diffusasi in tutto il mondo attraverso la quale è possibile ottenere una serie di benefici di tipo finanziario e di tipo fiscale, facendo leva sulla capacità di indebitamento della società *target* (PPALLINI, *"leveraged buy out" alla luce della riforma del diritto societario*, in *DPS*, 2002, 14/15, 25; SSCHLESINGER, *Merger leveraged buy out e riforma societaria*, in *CorG*, 2003, 6, 706). Caratteristica dell'operazione è,

pertanto, lo sfruttamento della leva finanziaria che si identifica con il valore delle attività acquisite, secondo una tecnica che si identifica con con il *cash merger*, ossia nella costituzione *ad hoc* di una società acquirente che in virtù del ricorso al credito acquista l'impresa oggetto di interesse, per poi fondersi con essa (PPALLINI, 25; SSOLDATI, "Leveraged buy out": *la posizione dei soci di minoranza*, in *DPS*, 2002, 5, 12).

L'operazione, nella sua forma più elementare, si articola in due fasi. Nella prima la società C che intende acquistare il controllo della società B non avendo sufficienti disponibilità finanziarie ricorre al prestito da parte della società A alla quale promette in garanzia, in seguito all'acquisto del controllo, le azioni o le quote del patrimonio della società B; nella seconda fase la società A delibererà la fusione con la società B (FFRIGNANI, *Leveraged buy out*, in *Digesto comm.*, IX, Torino, 1998, 1; BBERNARDI, *Legittimità delle operazioni di "leveraged buy out"*, in *DPS*, 2003, 9, 44; PPALLINI, 25). A seguito della operazione di *leveraged buy-out* la società acquisita avrà un indebitamento superiore a quello che aveva prima dell'operazione. La società acquirente potrebbe essere anche una sorta di "contenitore vuoto" ovvero una società già operativa e l'acquisto potrebbe essere consensuale, attraverso la cessione del pacchetto di controllo, oppure ostile, attraverso un'Opa. Inoltre, la società bersaglio potrebbe essere acquistata anche da una società indipendente da essa, al fine di sostituirla il gruppo di controllo, così come potrebbe essere acquistata da una società del gruppo (PPALLINI, 25).

La particolarità dell'operazione di *leveraged buy-out* è che il debito contratto per l'acquisto della società *target* o dei suoi beni viene assunto non dall'acquirente, bensì dal soggetto che viene acquisito. Il *leveraged buy-out*, pertanto, consente l'acquisto del controllo di una società attraverso l'utilizzo di una ingente quota di capitali che viene fornita da un terzo. Il capitale sarà rimborsato, oltre che attraverso la cessione dei beni aziendali, anche attraverso gli utili che sono prodotti dalla società.

La società della quale viene acquistato il controllo si definisce *merger* e l'operazione di acquisto delle partecipazioni si definisce *stock acquisition*. Nel caso in cui il *leveraged buy-out* si compia attraverso l'acquisto di beni aziendali l'operazione si definisce *asset sale transactions* o *assets acquisition*.

Con l'operazione di *stock acquisition* si costituisce una *holding* (che assume la denominazione di *newco*) la quale è destinata a rendersi acquirente in parte o totalmente del capitale di una società operativa (che assume la denominazione di *target*). La società *target* sarà acquistata o mediante mezzi propri o mediante l'indebitamento presso terzi. Successivamente all'acquisto del controllo sarà deliberata la fusione per incorporazione di *target* in *newco*. In seguito alla fusione ai finanziatori saranno concesse delle garanzie reali sui beni del nuovo soggetto societario ed il debito contratto da *newco* per l'acquisto della società *target* sarà rilevato da quest'ultima entrando a far parte del patrimonio appartenente al gruppo societario.

Con l'operazione di *assets sale transactions* o *assets acquisition* si costituisce una *holding* che procede all'acquisto dei beni aziendali di altro complesso aziendale (*target*) ed al momento stesso dell'acquisto dei

beni viene costituita anche la garanzia a favore dei terzi che hanno partecipato all'operazione.

Il presupposto per l'applicazione dell'art. 2501 *bis* nella sua sequenza procedimentale sarebbe l'indebitamento nel quale è incorsa una società per acquisire la partecipazione di controllo nell'altra. Si avrebbe la fusione con indebitamento quando la società che ha contratto dei finanziamenti è una società che detiene una partecipazione di minoranza nella società *target*. La dottrina ha espresso qualche perplessità in ordine alla determinazione della nozione di controllo. In particolare, se sicuramente non sussistono dubbi in merito al controllo di diritto, più complessa sarebbe la fattispecie del controllo di fatto che si attua attraverso relazione contrattuali. In tal senso, tale ultima fattispecie di controllo non potrebbe dar luogo alla applicazione dell'art. 2501 *bis*, perché mancherebbe la partecipazione da acquisire che determina il presupposto di applicazione della norma [SSPOLIDORO, 231; MMISEROCCHI, *La fusione*, in RROSSI (a cura di), *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli societari*, Milano, 2003, 381; AARDIZZONE, 474].

I finanziamenti contratti devono avere uno scopo ben preciso, rappresentato dalla acquisizione del controllo della *target* da parte della *newco*, anche se non pare che l'eventuale mutuo contratto debba necessariamente caratterizzarsi come mutuo di scopo. Di conseguenza, le motivazioni dell'operazione dovrebbero essere, al più, indicate come condizione. L'operazione di fusione con acquisizione a seguito di indebitamento ruota interamente intorno al finanziamento contratto, che deve essere ancora incorso al momento in cui si procede alla fusione (SSPOLIDORO, 234). La dottrina ha palesato qualche perplessità anche in ordine all'entità dei finanziamenti. Secondo taluno il debito contratto dalla società *target* per procedere all'acquisizione della società *newco* dovrebbe avere una entità eccedente rispetto al patrimonio della società *target*, al netto del valore delle azioni detenute, quando vi è già partecipazione in quest'ultima (PPICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Cel*, 2004, 1414). Tuttavia, l'opinione non è condivisa da chi ritiene che l'art. 2501 *bis* non contiene nessun riferimento all'entità del debito contratto da una società per acquisire il controllo dell'altra (SSPOLIDORO, 236, 237).

L'accertamento circa la sussistenza dei presupposti per l'applicazione dell'art. 2501 *bis* va compiuto da parte del notaio che, in quanto garante della regolarità del procedimento, dovrebbe farsi rilasciare una specifica dichiarazione dagli amministratori delle società partecipanti circa i finanziamenti contratti e lo scopo degli stessi.

2. Compatibilità del leveraged buy-out con l'art. 2358

Le argomentazioni in forza delle quali si era ritenuto che l'operazione di fusione compiuta attraverso la tecnica del *leveraged buy out* fosse del tutto illecita, risiedevano nella considerazione che essendo la

società *newco* priva di mezzi propri e rappresentando la stessa una sorta di "scatola vuota", non si realizzasse la vera e propria funzione della fusione, in quanto non si verificava l'effetto tipico della fusione, ossia la integrazione di due o più organismi produttivi.

Il *leveraged buy-out* ha da sempre posto problemi di compatibilità con il divieto di acquisto di quote o di azioni proprie sancito dall'art. 2358 e con il più generale divieto di "assistenza finanziaria". La norma violata con l'operazione di *leveraged buy out* è sempre stata considerata l'art. 2358 che vieta alla società di accordare prestiti o di fornire garanzie per l'acquisto di azioni proprie. Di conseguenza, l'applicazione di siffatta norma comporterebbe anche il divieto di adoperare la c.d. "leva finanziaria" per acquisire la società "bersaglio". Alla luce di siffatte considerazioni si era ritenuto che la fusione operata attraverso l'indebitamento ricalcasse anche la fattispecie del «negozio in frode alla legge» previsto dall'art. 1344.

Orbene, la novella disciplinando espressamente la fattispecie della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, consente di affermare l'assoluta compatibilità della fattispecie *de qua* con il disposto dell'art. 2358, considerato che nulla vieta alla società *newco* di accedere a dei finanziamenti per l'acquisto delle azioni di altra società.

La *ratio* dell'art. 2358 va ricercata nella necessità di salvaguardare l'integrità del capitale sociale e nella necessità di evitare che gli amministratori effettuino manovre di tipo speculativo sui titoli emessi dalla società. Ne deriva che il vero problema che si pone con il *leveraged buy-out* è quello di verificare in che modo la società *target* possa favorire l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, anche in maniera indiretta fornendo semmai per interposta persona garanzie o assistenza finanziaria nei confronti di *target*. In tal caso, il *leveraged buy-out* non sarebbe ammesso. Invero, la novella ha interessato anche l'art. 2358 che attualmente stabilisce che «la società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie. La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona accettare azioni proprie in garanzia». Nella nuova formulazione della norma l'attenzione del legislatore si orienta verso l'obiettivo di tutelare l'integrità del capitale sociale. Per integrare violazioni dell'art. 2358 è, pertanto, necessaria la sussistenza di un collegamento funzionale tra il finanziamento o le garanzie prestate e l'acquisto delle azioni concessi per favorire o rendere possibile l'acquisto delle azioni da parte di un socio o di un terzo (PPALLINI, 33). Del resto, la delibera di fusione assunta dalla società acquisita a seguito dell'operazione di *leveraged buy out* non viene presa in favore della banca finanziatrice e non rappresenta una garanzia che viene posta a favore delle banche finanziatrici, e tanto perché a seguito della fusione attraverso acquisizione con indebitamento si trasferiscono esclusivamente i debiti contratti per l'acquisto dalla società acquirente alla *target* che procede all'accollo (MMORANO, *Liceità o illiceità del leveraged buy out?*, in *Soc*, 1992, 885). La dottrina, tuttavia, non manca di sottolineare come con la norma dell'art. 2501 *bis* non si sia inteso legittimare la fattispecie vietata dall'art. 2358, così che in qualsiasi operazione di fusione che si realizza attraverso il

merged leveraged buy out si rende necessario procedere al controllo circa la violazione o meno del divieto di fornire garanzie per l'acquisto delle azioni proprie (DDOLMETTA, *Il merger leveraged buy out nella legge delega n. 366/2001: la target da spa a srl*, in *CorG*, 2002, 241). Il legislatore, pertanto, non avrebbe risolto il problema della compatibilità di siffatte operazioni di fusione con il divieto di cui all'[art. 2358](#).

L'*art. 2501 bis* non costituisce una norma attraverso la quale il legislatore ha reso lecita una operazione che tale non era alla luce dell'[art. 2358](#), ma rappresenta una regola che agevola potenziali iniziative economiche alla luce della valorizzazione degli obblighi di informazione e di trasparenza. Pertanto, l'*art. 2501 bis* deve essere letto anche nell'ottica della definitiva disciplina sostanziale del *leveraged merger buy out* al quale deve applicarsi il procedimento previsto dalla norma *de qua*, sempre che in concreto non si riscontri l'illegittimità dell'operazione.

La costituzione e l'acquisto di *newco* con l'erogazione a quest'ultima di finanziamenti non comporta la violazione dell'[art. 2358](#) in quanto non vi sono dei collegamenti tra *newco*, finanziatori e *target*. Infatti, perché si crei un collegamento tra *newco* e *target* è necessario che *target* conceda dei finanziamenti a *newco* prima dell'operazione di fusione, mentre con il *leveraged buy-out* i finanziamenti sono concessi successivamente all'acquisto. L'operazione si colloca, pertanto, ben al di fuori del divieto stabilito dall'[art. 2358](#).

Inoltre, non si verificano violazioni dell'[art. 2358](#) neanche nel caso in cui il *leveraged buy-out* si compia attraverso finanziamenti che sono garantiti con i beni della società *target*. I beni in tal caso consistono in una garanzia generica ed anche ipotetica, atteso che non appartengono ancora a *newco* e che il terzo finanziatore corre anche il rischio che l'operazione non si perfezioni. Infine, con il *leveraged buy-out* non sussiste neanche la possibilità che il capitale sociale sia pregiudicato da manovre speculative degli amministratori, atteso che questi non ne hanno la possibilità. Neanche la successiva delibera di fusione determina la violazione dell'[art. 2358](#), in quanto non determina alcuna costituzione di garanzia per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni; e, comunque, l'assorbimento di *target* in *newco* non rappresenta di per sé il rilascio di una garanzia ai sensi dell'[art. 2358](#).

La dottrina ha individuato delle ipotesi di *leveraged buy-out* che integrano una violazione dell'[art. 2358](#) in tutti quei casi in cui l'acquisizione delle azioni delle società *target* è effettuata ricorrendo da parte della società acquirente ad un'operazione di finanziamento il cui rimborso viene garantito o effettuato direttamente da *target*; mentre, erano ritenute lecite ipotesi di *leveraged buy-out* nella quale il complesso aziendale di una data società o un singolo ramo della società bersaglio veniva acquistata da un soggetto che una volta indebitatosi per procedere all'acquisto garantiva il finanziamento con la costituzione di garanzie sui beni aziendali così acquistati o ripagava l'indebitamento attraverso la cessione di alcuni cespiti ritenuti non "strategici" (BBUSANI, *Liceità delle operazioni di "leveraged buy out"*, in *DPS*, 2003, 3, 37; SSOLDATI, 12). Una parte della dottrina ritiene che nel caso di fusione infragruppo con acquisizione a

seguito di indebitamento, la *holding* dovrebbe finanziare con mezzi propri l'acquisto del controllo, o dovrebbe finanziare l'intera operazione con i dividendi che sono prodotti dalla società acquisita [GGRANDE STEVENS, *LBO/MBO: intervista a Franco Grande Stevens (di Umberto Morello)*, in AAA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990, 159].

Con la disciplina della fusione a seguito di indebitamento il legislatore ha definitivamente importato in Italia l'istituto del *leveraged buy-out* ritenendo che l'operazione in se non presenti profili di illegittimità e accogliendo l'orientamento della giurisprudenza più recente. Con la novella del codice il *leveraged buy-out* è ammesso nell'ambito della fusione e trova profili di legittimità allorquando si realizzi seguendo il procedimento previsto dall'art. 2501 *bis* (BBUSANI, 38).

Inoltre, che il *leveraged buy-out* non sia sempre illegittimo è affermazione riscontrabile anche in forza dell'art. 7, lett. d, l. delega 3.10.2001, n. 366 che espressamente stabilisce che «la fusione e la trasformazione con indebitamento non sono operazioni in contrasto con la legge».

La dottrina, pertanto, ha individuato delle fattispecie di *leveraged buy out* leciti e delle altre illecite, perché contrarie all'art. 2358. In particolare, vi sarebbero alcune ipotesi in cui il ricorso all'indebitamento per l'acquisizione del controllo sarebbe lecito (PPERRINO, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in RS, 2003, 534). Tanto accadrebbe nel caso in cui vi siano ragioni concrete che giustificano l'operazione e nel caso i cui il piano economico sia equilibrato. In assenza di tali elementi, prima che si completi la fusione, si potrà far valere in giudizio la violazione dell'art. 2358. Successivamente alla iscrizione dell'atto di fusione al registro delle imprese i soci potranno ottenere esclusivamente il rimedio di cui all'art. 2504 *quater*, 2° co., ossia il risarcimento del danno derivante dalla fusione con altra società, perché decisa in assenza di un apprezzabile interesse imprenditoriale della società *target*. Il mancato rispetto della procedura di cui all'art. 2501 *bis* darebbe luogo alla impugnabilità della delibera e non alla nullità della intera operazione (SSPOLIDORO, 241).

Altra parte della dottrina ha sostenuto che l'art. 2501 *bis* rappresenterebbe una norma di carattere interpretativo, attraverso la quale il legislatore ha eliminato ogni perplessità in ordine alla ammissibilità della fusione tra la *newco* e la *target* (SSCHLESINGER, 706).

 La giurisprudenza, invero, aveva assunto una posizione decisamente contraria alla ammissibilità dell'operazione, almeno nelle pronunce più recenti, ritenendo che il *leveraged buy-out* presentasse evidenti profili di illegittimità, specie quando l'operazione veniva utilizzata per aggirare lo specifico divieto di assistenza finanziaria disposto dall'art. 2358, configurando un negozio in frode alla legge ( C. pen. 15.11.1999, n. 5503).

Solo allorquando il *leveraged buy-out* veniva a realizzarsi attraverso il procedimento di fusione la giurisprudenza ha ritenuto che l'operazione non violasse i divieti stabiliti dagli artt. 2357 e 2358 ( C. T.

Milano 14.5.1992), escludendo, altresì, che la fusione deliberata nell'ambito del *leveraged buy-out* tra la società-bersaglio e l'altra potesse configurare un negozio in frode alla legge, specie allorquando sussistevano concrete ragioni imprenditoriali che giustificavano il *leveraged buy-out* (C.T. Milano 13.5.1999).

3. Il procedimento di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento

Con la disciplina del procedimento di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento il legislatore ha definitivamente dato una risposta alle incertezze tecniche ed operative dell'operazione (CCIVERRA, *Le operazioni di fusione e scissione, l'impatto della riforma e la nuova disciplina del leveraged buy out*, Torino, 2004, 160). L'attuale art. 2501 *bis* prevede una ben precisa sequenza procedimentale da seguire per l'operazione di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento che esclude l'illegittimità dell'acquisizione con indebitamento seguita da fusione e che consente di escludere a priori che il *leveraged buy-out* possa rappresentare un negozio in frode alla legge (BBERNARDI, 45). Se le operazioni di *leverageb buy-out* sono da considerarsi illegittime nel momento in cui si pongono in contrasto con il procedimento disciplinato dall'art. 2501 *bis*, e pur vero che negli altri casi non si può aprioristicamente affermare che l'assistenza finanziaria integri la violazione dell'art. 2358. L'art. 2501 *bis* non si pone in senso innovativo rispetto all'art. 2358, ma certamente consente di affermare che non tutte le operazioni di *leveraged buy-out* determinano la violazione dell'art. 2358.

L'art. 2501 *bis* disciplina espressamente il c.d. merger *leveraged buy out*, stabilendo il crisma di liceità dell'operazione (BBARBA, 157; *Contra*: CCACCHI PESSANI, PICONE, *Le operazioni di "leveraged recapitalization" nella nuova disciplina dell'art. 2501 bis*, in *Soc*, 2005, 1, 329). Già prima della novella del codice la dottrina aveva individuato un procedimento, nel quale si susseguivano una serie di fasi cronologiche che davano vita alla complessa operazione di finanziamento. Queste consistevano nella individuazione della società *target*; nel conferimento ad una società finanziaria o ad una *investment bank* dell'incarico di progettare la migliore struttura economico-finanziaria dell'operazione di acquisto; nell'analisi da parte della società finanziaria dei principali indici economici e finanziari della società bersaglio, ai fini di una valutazione economia, finanziaria e patrimoniale della società bersaglio; nella elaborazione di una preliminare struttura finanziaria dell'operazione, con particolare riferimento ai mezzi finanziari propri e dei terzi necessari per procedere all'acquisto; nell'individuazione dei soggetti partecipanti all'operazione di acquisto e di costituzione della società *target*; nella formulazione e la presentazione da parte della società cessionaria di un'offerta di acquisto non vincolante, condizionata all'esito positivo della *due diligence* e al reperimento delle disponibilità finanziarie necessarie per procedere all'acquisto; nella predisposizione da parte della società cessionaria della *due diligence*, finalizzata a monitorare lo stato degli affari di *target*, in

virtù della quale si valuterà definitivamente l'opportunità di procedere o meno all'acquisto della società bersaglio; nella determinazione del prezzo di acquisto della società; nel reperimento dei mezzi finanziari necessari per procedere all'operazione di acquisto; nell'assunzione dei finanziamenti; nella concessione al soggetto finanziatore delle garanzie del finanziamento, rappresentate dalle azioni della società acquistata o dai beni aziendali precedentemente di proprietà della stessa; nell'eventuale fusione di *target* nella società acquirente (PPALLINI, 26).

La fusione a seguito di acquisizione con indebitamento costituisce una fattispecie a formazione complessa che si articola in una serie di fasi tutte preordinate all'acquisizione di una società da parte dell'altra e tutte incentrate sulla capacità di indebitamento della società da acquisire. Affinché la fusione con acquisizione a seguito di indebitamento non si consideri illegittima è necessario seguire il procedimento disciplinato dall'art. 2501 *bis*.

Invero, l'operazione di *leveraged buy-out* ha da sempre posto problemi in ordine ai plurimi interessi che emergono e che vanno tutelati. Primo fra tutti l'interesse della società bersaglio di evitare che gli amministratori vengano meno ai loro doveri di fedeltà e di diligenza, facendo prevalere degli interessi che sono estranei alla società medesima; l'interesse dei terzi, specie dei creditori, alla conservazione della garanzia patrimoniale.

La fusione con indebitamento ha indubbi riflessi sulla predisposizione del progetto di fusione di cui all'[art. 2501 ter](#), nel quale dovranno essere indicate le risorse finanziarie che sono previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione e sulla relazione dell'organo di amministrazione di cui all'[art. 2501 quinquies](#), nella quale dovranno essere indicate le ragioni che giustificano l'operazione, oltre a dover contenere un piano economico e finanziario con l'indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere con la fusione.

Al progetto di fusione deve essere allegata la relazione della società di revisione. Detta relazione deve contenere una precisa attestazione in ordine alla ragionevolezza delle indicazioni che sono contenute nel progetto di fusione, con particolare riferimento alle modalità che sono previste per il rimborso del finanziamento. Particolare attenzione merita la relazione degli esperti *ex art. 2501 bis*, 5° co. Con tale relazione gli esperti non sono chiamati ad esprimere un sindacato di merito circa l'operazione, bensì a valutare la correttezza contabile dei dati che gli amministratori hanno posto alla base del piano economico e finanziario incluso nel progetto di fusione. Inoltre, l'art. 2501 *bis*, 5° co. non si applica se alla fusione partecipano solo società che non sono soggette al controllo contabile obbligatorio o se il controllo è svolto dai sindaci o da un revisore persona fisica (SSPOLIDORO, 260).

Il soggetto che deve procedere alla relazione può essere sia il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti (D.Lgs. n. 39 del 2010) per la società obiettivo sia quella che ha ricevuto l'incarico per la società acquirente. Ad ogni modo, la relazione deve essere unica e deve attestare l'attendibilità dei dati

contabili di entrambe le società.

L'art. 2501 *bis*, 4° e 5° co. impongono che la relazione degli esperti di cui all'[art. 2501 sexies](#) attesti la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione. Inoltre, al progetto di fusione deve essere allegata la relazione della soggetto incaricato della revisione legale dei conti ([D.Lgs. n. 39 del 2010](#)) delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi dell'art. 2501 *bis*, 2° co.

La relazione degli esperti di cui all'[art. 2501 sexies](#) deve limitarsi ad una attestazione di correttezza intrinseca, in base ai principi contabili, dei dati posti dagli amministratori a base del piano economico e finanziario incluso nel progetto di fusione, con esclusione di qualsivoglia coinvolgimento della società di revisione in una valutazione della "ragionevolezza" del piano (BBERNARDI, 53). L'attestazione di ragionevolezza che il legislatore ha richiesto agli esperti sembrerebbe doversi limitare ad una sostanziale valutazione dei criteri di prudenzialità ai quali gli amministratori devono attenersi nella formulazione del progetto di fusione. Gli esperti, infatti, non potrebbero esprimere delle valutazioni necessariamente di tipo imprenditoriale che, diversamente, sono posti dagli amministratori a fondamento del progetto di fusione ed in particolare del piano economico e finanziario illustrante anche le risorse che sono previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società.

L'attestazione di ragionevolezza rappresenta una sorta di scriminante tale da determinare la legittimità della fusione con acquisizione a seguito di indebitamento, di conseguenza, laddove tale attestazione dovesse risultare falsa, trovando successiva conferma fattuale nella dichiarazione di insolvenza della società che non riesce a far fronte alle proprie obbligazioni, verrebbe meno la forza scriminante attribuita al rispetto dei requisiti formali imposti dall'art. 2501 *bis*, con la conseguente illegittimità dell'acquisizione con indebitamento seguita da fusione e con evidente responsabilità civile e penale degli amministratori (BBERNARDI, 54).

 Il procedimento disciplinato ricalca l'orientamento già espresso dalla giurisprudenza che ha sempre richiesto una giustificazione economico-finanziaria alla operazione di *leveraged buy out* ([T. Milano 13.5.1999](#)).

Ad ogni modo, chiedere che la fusione con acquisizione a seguito di indebitamento debba avvenire in forza di una ben precisa giustificazione economica e finanziaria sembrerebbe una asserzione non particolarmente significativa. Tale giustificazione economico-finanziaria, infatti, richiede che gli amministratori ben conoscano la strategia economica che intendono realizzare con la fusione. In particolare, gli amministratori dovrebbero ben conoscere le modalità con le quali procederanno al rimborso dei finanziamenti contratti per l'acquisizione della società *target*. Seguendo tale accezione, però sarebbero ammissibili le sole acquisizioni a seguito di indebitamento nelle quali non vi è fusione immediata della società *target* e della *newco*, in modo tale da consentire alla società *newco* di predisporre e di esibire un

vero e proprio piano di rientro della esposizione debitoria contratta, basato essenzialmente sui mezzi propri.

Il procedimento di fusione con acquisizione a seguito di indebitamento potrebbe essere affetto da vizi sostanziali. Tali sono quelli che derivano dal dolo o dalla colpa grave nella quale incorrono gli amministratori delle società che partecipano alla operazione. I vizi sostanziali dell'operazione si rilevano dall'esame della documentazione predisposta dagli amministratori, dalla quale si potranno evincere anche le motivazioni che hanno condotto a tale operazione di *leverage buy out*. Le informazioni che si traggono dalla documentazione predisposta in occasione della fusione potrebbero rivelare dei vizi sostanziali in quanto i dati espressi potrebbero essere fondati su premesse erranee o su argomentazioni fallaci. Tali vizi si riflettono sullo stesso procedimento e possono provocare l'invalidità degli atti e determinare responsabilità a carico degli amministratori che vi hanno proceduto. I vizi sostanziali della fusione possono consistere anche nella violazione di doveri fiduciari che gravano sugli amministratori.

📖 Secondo la dottrina, allorquando il procedimento di fusione è viziato in maniera sostanziale non vi sarebbe possibilità di applicare la fattispecie della invalidità della fusione (SSPOLIDORO, 272).

Per quanto concerne la valutazione della colpa degli amministratori, questa andrebbe determinata in relazione alla natura dell'incarico ed alle specifiche competenze che sono loro attribuite, tenendo conto della circostanza che gli amministratori devono agire in modo informato ed impedendo il verificarsi di danni derivanti da pericoli ad essi noti. Per i sindaci, invece, la responsabilità si ravvisa allorquando incorrono in eventuali omissioni, quando non predispongono i documenti di cui all'art. 2501 *bis* o nel caso in cui le informazioni che forniscono sono incomplete o illogiche. Il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti (D.Lgs. n. 39 del 2010), risponde nei confronti della società a titolo di responsabilità professionale nel caso in cui sia incorso in omissioni relativamente agli obblighi assunti.

4. Le indicazioni finanziarie derivanti dal progetto di fusione

📖 L'art. 2501 *bis*, 4° co. affida a terzi competenti e neutrali il controllo in merito alla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione. La fusione a seguito di acquisizione con indebitamento pone particolari problemi di tutela dei terzi. Tali interrogativi possono essere risolti attraverso la attestazione di ragionevolezza del piano - resa da soggetti estranei - non solo sotto il profilo finanziario, ma anche secondo l'aspetto economico ed organizzativo (SSPOLIDORO, 265).

L'esigenza di tutelare i terzi e principalmente i creditori si manifesta nel caso in cui il *merger leveraged buy out* sia attuato tra società di cui una posseda l'intero capitale dell'altra.

La dottrina evidenzia come, in tal caso, l'attenzione sarebbe posta soprattutto sull'aspetto finanziario

dell'operazione; ed, in particolare, sulle modalità che la società *newco* intende seguire per operare il rimborso del finanziamento. Il piano economico e finanziario, pertanto, dovrà esporre in modo analitico anche il prevedibile sviluppo dei contratti e degli impegni assunti in riferimento al fabbisogno finanziario della società (SSPOLIDORO, 266).

5. *La tutela informativa*

📖 La nuova disciplina della fusione con acquisizione a seguito di indebitamento si articola in un complesso di obblighi informativi. A tal proposito, è previsto che l'organo amministrativo debba indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento del debito contratto in funzione della acquisizione. Dal progetto, pertanto, dovrà evincersi un vero e proprio *financial plan* da cui emergano le risorse necessarie per la restituzione del debito *de quo*. Gli amministratori sono chiamati a predisporre una relazione dalla quale devono evincersi le ragioni che giustificano l'operazione da un punto di vista economico e finanziario. Le informazioni che gli amministratori sono chiamati a rendere sono solo in parte coincidenti con quelle del progetto di fusione in quanto devono essere maggiormente analitiche; esse devono esporre in maniera precisa il *business plan* composto da un piano economico, industriale e finanziario, con l'indicazione della fonte delle risorse, corredata dallo scopo complessivo dell'operazione. La relazione degli amministratori deve essere sottoposta al vaglio degli esperti che sono chiamati ad esprimere delle valutazioni, anche nel caso in cui non vi sia rapporto di cambio, sul merito dell'operazione e sulla ragionevolezza delle modalità di rimborso del finanziamento (GGIULIANO, *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, *Notariato*, 3, 2007, 425). Gli esperti sono obbligati a verificare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione, nonché nella relazione degli amministratori e nel relativo piano economico e finanziario, ovvero in ultima istanza, nel giudizio sulla capacità per le risorse finanziarie indicate a ripianare, nel tempo, l'esposizione debitoria (AARDIZZONE, 501).

Gli esperti sono chiamati a valutare non solo la congruità del rapporto di cambio, ma anche ad esprimersi specificamente sulle proiezioni di rientro del debito predisposte dagli amministratori, compiendone un'attestazione.

Ne deriva che le informazioni che gli amministratori devono rendere per giustificare l'operazione devono consistere nella esposizione di ragioni concrete e valide sotto l'aspetto imprenditoriale (AARDIZZONE, 500).

I soci di minoranza hanno diritto ad un maggiore grado di informazione affinché possano consapevolmente esercitare il diritto di opposizione o di recesso. A tal fine non appaiono sufficienti le informazioni che si ottengono dalla documentazione predisposta ai sensi dell'art. 2501 *bis*. Tali documenti, infatti, attengono principalmente alla situazione economica e finanziaria delle società che partecipano alla fusione ed hanno

carattere prevalentemente finanziario. Di conseguenza, si renderebbe necessaria una integrazione delle informazioni fornite. Ad ogni modo, atteso che la tutela dei soci si consegue attraverso la valutazione della convenienza del rapporto di cambio, la necessità di predisporre ulteriori documenti si rende necessaria a seconda delle circostanze concrete in cui avviene la fusione.

Secondo la dottrina, al fine di garantire una maggiore tutela dei soci di minoranza, sarebbe condizione di legalità quella di predisporre dei documenti preassembleari che contengano informazioni circa il valore della partecipazione dei soci esterni, al fine di valutare la convenienza dei c.d. "vantaggi compensativi" (SSPOLIDORO, 267).

6. La compatibilità dell'art. 2501 bis con le operazioni di «leverage recapitalization»

📖 Il *leverage recapitalization* si verifica secondo tre schemi: 1) nel primo schema, il socio di controllo della società oggetto di leverage vende la propria partecipazione ad altra società dallo stesso socio interamente posseduta, che si indebita al fine di pagare al venditore il prezzo della compravendita. Completata l'acquisizione le due società si fondono ed il debito contratto dalla seconda per acquisire il controllo della prima viene interamente trasferito sul patrimonio di quest'ultima; 2) nel secondo schema, il socio di controllo costituisce una prima società *newco* che contrae finanziamenti per realizzare l'operazione. Successivamente viene costituita dalla prima *newco* una seconda società *newco* alla quale sono apportati i mezzi di finanziamento a titolo di capitale di proprio. La seconda *newco* procede ad acquistare il controllo della società *target* con le proprie risorse. La società *target* e la seconda *newco* si fondono in una sola società; 3) nella terza fattispecie, il socio di controllo conferisce la propria partecipazione in *target* ad una società-veicolo che possiede interamente, dopodiché le due società si fondono (CCACCHI PESSANI, PICONE, *Le operazioni di "leveraged recapitalization" nella nuova disciplina dell'art. 2501 bis*, in *Soc*, 2005, 1, 27).

Secondo la dottrina la disciplina dell'art. 2501 bis si applicherebbe anche alla fattispecie del *leveraged recapitalization* in quanto l'art. 7, L. 3.10.2001, n. 366 rappresenterebbe una norma di interpretazione autentica, con la quale il legislatore, senza derogare all'art. 2358, ne avrebbe chiarito la portata. La circostanza che il legislatore ha disciplinato espressamente solo il *leveraged buy out* è dettata dalla maggiore frequenza che ha nella pratica tale forma di operazione. Di conseguenza, il silenzio del legislatore in merito alle altre operazioni di *leveraged*, diverse da quella classica, non si può interpretare nel senso di ritenere tali operazioni vietate o nel senso che l'art. 2501 bis sia norma di carattere eccezionale, non applicabile al *leveraged recapitalization* (CCACCHI PESSANI, PICONE, 29, 31; AARDIZZONE, 480).

L'art. 2501 bis è norma suscettibile di interpretazione analogica alle operazioni di *leveraged buy out* anche

diverse da quelle tipicamente contemplate dalla norma, sempre che si ravvisi la presenza dei presupposti necessari per procedere a tanto. Il legislatore della riforma, infatti, ha ritenuto che l'uso della "leva finanziaria" non sia irragionevole, ma che ad essa si possa far ricorso nel caso in cui dal piano economico si rilevi un ragionevole impiego del patrimonio della società acquisita e dei flussi di cassa da questa prodotti a servizio del debito contratto per l'acquisizione (CCACCHI PESSANI, PICONE, 33).

 Nell'operazione di fusione la società incorporante che per acquisire l'incorporanda o meglio la sua partecipazione di controllo, contragga debiti non commette un illecito. Sotto tale profilo la verifica della legittimità dell'operazione richiede un'analisi dei vari aspetti della fusione considerata complessivamente anche dal punto di vista economico  T. Milano, Sez. VIII, ord., 9.10.2002.

 Secondo la dottrina, l'indebitamento rilevante per le operazioni di fusione disciplinate dall'art. 2501 *bis* può essere rappresentato dal credito erogato ad opera di soggetti professionali, ivi compresa l'emissione di titoli di debito riservati ad investitori professionali. I finanziatori dell'operazione, inoltre, potrebbero essere anche i soci della società *raider* (AARDIZZONE, 488).

7. Il debito come presupposto della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento

 La contrazione del debito finalizzato ad acquisire il controllo della società *target* è l'elemento caratterizzante la fusione ex art. 2501 *bis* [SSPOLIDORO, *Fusioni pericolose*, 271]. Dovrebbe, pertanto, trattarsi dell'assunzione di un finanziamento di scopo da parte della società *newco*: ciò comporta necessariamente l'esternazione del motivo del finanziamento stesso, di modo tale da rendere trasparente l'operazione disciplinata dal procedimento di cui all'art. 2501 *bis*. In altri termini, la generica contrazione di un debito senza che sia espressamente indicato che il fine proprio dello stesso è rappresentato dalla acquisizione del controllo di altra società, renderebbe l'operazione non ascrivibile nei presupposti della esaminata fattispecie. In definitiva, non è rilevante la tipologia del finanziamento che ben potrebbe essere bancario oppure di tipo diverso, a titolo oneroso o gratuito; quel che rileva, invece, è lo scopo che deve evincersi in maniera chiara (MMONTALENTI, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *GCo*, 2004, I, 813). Ad ogni modo, in dottrina non manca chi ritiene che l'art. 2501 *bis* debba intendersi in maniera rigorosa per quanto concerne lo scopo del finanziamento. In tal senso, si evidenzia come ogni volta che un debito, ancorché sorto indipendentemente da un progetto di acquisizione, sia poi in concreto finalizzato ad essa, si versa nell'ipotesi dell'art. 2501 *bis*; ed, inoltre, ogniqualvolta, per converso, il debito sia formalmente contratto indipendentemente dalla acquisizione, anche successivamente ad essa, ma sostanzialmente sia sorto per finanziarla, parimenti si deve ritenere che si configuri la fattispecie dell'art. 2501 *bis*.

I finanziamenti contratti per la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento possono provenire anche direttamente dai soci della società acquirente. In tal caso, si pone il problema di stabilire se sotto il profilo della operazione de qua siano rilevanti i soli finanziamenti in senso tecnico o se rilevino anche diversi apporti non ascrivibili alla causa di finanziamento, quali potrebbero essere quelli derivanti dai conferimenti non imputati a capitale.

I finanziamenti, inoltre, devono essere ancora in essere al momento della fusione. La dottrina evidenzia l'essenzialità di tale presupposto in mancanza del quale non si verificherebbe l'ipotesi assunta dalla legge al centro della fattispecie, vale a dire che il patrimonio della società *target* diventi garanzia generica o fonte di rimborso dei prestiti contratti per acquistarla. In tal senso, pertanto, non sarebbe rilevante quanto tempo sia passato tra l'assunzione del finanziamento, l'acquisto del controllo e la fusione e neanche che le operazioni si siano spezzate in *tranches* [GGAETA, *sub art. 2501 bis*, in FFAUCEGLIA, SCHIANO DI PEPE (a cura di), *Codice commentato delle s.p.a.*, Torino, 2007, 1741].