



MERGER -LBO  
Normativa & dottrina

- Non vi è alcun dubbio circa l'invalidità degli atti, che sia pure in un contesto molto complesso, si sostanzino nella erogazione di prestiti o nel rilascio di garanzie in violazione di quanto disposto nell' art. 2358 Cod. Civ. (classico il caso in cui la società target rilascia, anche attraverso interposta persona, garanzie in favore di coloro che finanziano l'acquisizione).
- Vi sono però anche dubbi circa la liceità dell'LBO realizzato attraverso la struttura realizzata con la fusione.
- Una interpretazione estensiva dell'art. 2358 Cod. Civ. (comunque minoritaria) da parte della dottrina considera l'operazione con fusione come violazione dell'art. 2358 Cod. Civ. da un lato e come quindi "negozio in frode alla legge" sanzionato con la nullità in base all'art. 1344 del Cod. Civ. che considera illecito la causa di un contratto se questo costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa (divieto di assistenza finanziaria). Chi sostiene tale tesi fonda il suo giudizio sulle seguenti considerazioni:
  1. La Ratio del divieto di assistenza finanziaria è nella tutela del patrimonio e dell'impresa sociale
  2. Il concetto di garanzia citato nell'art. 2358 Cod. Civ. è da intendersi in senso lato, come rafforzamento dell'aspettativa del creditore- finanziatore circa l'adempimento dell'obbligazione e proprio questa funzione sarebbe svolta, anche se indirettamente, dalla fusione.
  3. Attraverso il passaggio della fusione, si determinerebbe sul piano economico-sostanziale, un effetto identico a quello che si realizzerebbe attraverso una diretta violazione del divieto. Tale tesi però non è condivisa dalla dottrina prevalente che invece, ritiene pienamente lecita la merger LBO.
- La liceità dell'operazione di merger LBO si può fondare sui seguenti elementi, tra l'altro, difficilmente contestabili:
  1. la società obiettivo non partecipa ad alcuna fase dell'operazione di acquisizione e tanto meno a quella di finanziamento. E' infatti la Newco che si indebita con il sistema creditizio ed è Newco che garantisce con il pegno delle azioni o quote comprate.
  2. La posizione della società acquisita è pienamente neutra, rispetto anche al contratto di acquisto delle azioni o quote
  3. L'art. 2358 Cod. Civ. avendo anche rilevanza penale non può essere oggetto di interpretazione estensiva
  4. La semplice delibera di fusione non è assimilabile ad una garanzia della società target verso terzi creditori, in quanto determina la scomparsa della società acquisita
  5. Non è sancito espressamente che il divieto di assistenza finanziaria rientri nella tutela del patrimonio e dell'impresa sociale (che è principalmente diretta alla protezione da abusi e speculazioni degli amministratori)
  6. Il divieto di assistenza finanziaria non è in relazione al risultato, cioè l'acquisizione, che tra l'altro è spesso vantaggioso, quanto è focalizzato sul comportamento diretto all'acquisizione.
  7. La fusione ha una sua causa tipica e lecita. Non può quindi essere configurata come negozio in frode alla legge, ne si può andare a sindacarne i motivi. Infatti il risultato della fusione non è l'assistenza finanziaria ma la compenetrazione dei patrimoni come effetto legale dell'estinzione della incorporata.
  8. Il procedimento di fusione garantisce una adeguata tutela sia dei creditori (possono opporsi se ritengono di essere danneggiati) sia dei soci di minoranza.
  9. Se l'acquisizione ha per oggetto non la totalità ma la maggioranza delle azioni o quote della società target, i soci di minoranza sono tutelati nella determinazione del rapporto di concambio (che terrà conto dell'indebitamento della Newco attribuendo quindi alle azioni o quote della Target un maggior valore. Si aggiunga inoltre che i soci di minoranza possono impugnare la delibera di fusione, soprattutto in caso di conflitto di interessi tra la Newco (socio di maggioranza) e la società target con l'effetto di rendere annullabile la delibera di fusione ai sensi dell'art. 2373 Cod. Civ. che stabilisce che il diritto di voto non può essere esercitato, pena la invalidità, dal socio nelle deliberazioni in cui egli, ha per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società (abuso di maggioranza e conflitto di interessi). I soci di minoranza sono tutelati anche dalla impugnativa della delibera per eccesso di potere da parte della maggioranza, se la deliberazione non ha una propria ed autonoma giustificazione sulla base di legittimi interessi dei soci di maggioranza e, dall'altro, è assunta unicamente con scopi fraudolenti in danno della minoranza.
- Le operazioni di merger LBO sono quindi sufficientemente protette dall'ipotesi di illiceità quanto meno se si effettuano secondo l'iter che prevede la costituzione di una Newco, il finanziamento in favore della Newco, l'acquisto delle azioni e quote della società target e la fusione per incorporazione nella Newco ed a patto che:
  1. la società target non assuma impegni e/o accordi relativi al finanziamento della Newco, rimanendo completamente estranea fino all'atto di fusione
  2. Newco acquisti la totalità delle azioni della Target
  3. Newco incorpori la target
  4. La target non offra garanzie alcuna ai finanziatori della Newco, che potranno contare sul patrimonio della Target solo per effetto della compenetrazione dei patrimoni a seguito della fusione; cioè i finanziatori della Newco dovranno essere garantiti, fino alla fusione, solo dal patrimonio della Newco e dal pegno sulle azioni /quote della Target ed eventualmente da garanzie di terzi.