



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M. FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN**  
**ECONOMIA E DIRITTO**

**TESI DI LAUREA**

**Il Leveraged Buy Out: la fusione inversa realizzata a leva.**

**Il caso Sanlorenzo S.p.A**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. FABRIZIO CERBIONI**

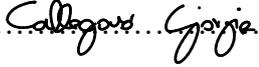
**LAUREANDA: GIORGIA CALLEGARO**

**MATRICOLA N. 2056993**

**ANNO ACCADEMICO 2022 – 2023**

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

*I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.*

Firma (signature) .....  .....



## RINGRAZIAMENTI

Arrivata alla conclusione di questo elaborato ripenso con nostalgia a questi anni universitari caratterizzati sicuramente da sessioni di studio intenso ma anche da molte gioie per gli obiettivi raggiunti. Sono soddisfatta di aver scelto di intraprendere questo percorso e se potessi tornare indietro, lo sceglierei nuovamente perché ha permesso di arricchirmi non solo dal punto di vista culturale ma anche personale.

Colgo quindi l'occasione per ringraziare l'Università di Padova e soprattutto il Dipartimento di Scienze Economiche Aziendali "Marco Fanno", che nel lontano 2018 mi ha accolto per la prima volta nel corso universitario di Economia per poi proseguire con il corso magistrale in Economia e Diritto. Ringrazio tutti i docenti che hanno saputo, con dedizione e passione, fornirmi un bagaglio culturale completo. In particolare, un ringraziamento va al Professore Fabrizio Cerbioni, relatore della mia tesi, che mi ha permesso di approfondire l'argomento trattato, per la tempestività e i consigli forniti durante la stesura dell'elaborato.

Un ringraziamento è rivolto anche ai miei genitori, senza i quali tutto questo non sarebbe stato possibile. Figure fondamentali durante il mio percorso di vita ma anche in quello universitario, mi hanno sempre sopportato nei momenti di stress e supportato in ogni mia scelta. Un abbraccio forte va anche a mio fratello che seppur di tenera età, ha sempre dimostrato tutto il suo affetto e stima nei miei confronti.

Un pensiero lo dedico alle amiche più strette, quelle conosciute quasi per caso, ma con cui ho stretto un legame molto forte. In questi cinque anni avete sempre trovato un'occasione per farmi sorridere. Siamo davvero una bella squadra!

Inoltre, desidero ringraziare tutte le persone che ho avuto modo di incontrare e con cui ho collaborato durante le mie esperienze professionali perché mi hanno dato l'opportunità di sperimentare a livello pratico quanto appreso durante i corsi universitari. Hanno saputo accompagnarmi con pazienza durante la formazione investendo il loro tempo e fornendomi dei preziosi consigli. Anche grazie a loro, se oggi sono qui entusiasta di intraprendere la professione.

Infine, un ringraziamento penso vada a me stessa per non aver mai mollato, anche nei momenti più difficili e per aver dimostrato che, nonostante tutto, "volere è potere".



# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>9</b>
<b>CAPITOLO 1 Aspetti generali della fusione inversa</b> .....	<b>11</b>
1.1 La fusione inversa secondo i principi nazionali.....	11
1.2 Le ragioni sottostanti all’operazione .....	13
1.3 L’iter procedurale per l’attuazione .....	15
1.3.1 Prima fase: il progetto di fusione .....	16
1.3.2 Seconda fase: la delibera di fusione e la redazione dei documenti necessari .....	17
1.3.2.1 Situazione patrimoniale aggiornata.....	17
1.3.2.2 Relazione degli amministratori .....	18
1.3.2.3 Relazione degli esperti .....	18
1.3.3. Terza fase: l’atto di fusione.....	20
1.4 Gli effetti della fusione .....	21
1.5 La neutralità dell’operazione .....	22
1.6 La fusione inversa secondo i principi internazionali .....	23
1.6.1 Le Business Combination Under Common Control .....	25
1.7 Disposizioni in materia di operazioni con parti correlate .....	30
1.7.1 Regolamento Consob “Operazioni con parti correlate”.....	30
<b>CAPITOLO 2 La contabilizzazione della fusione inversa: confronto tra principi nazionali ed internazionali</b> .....	<b>36</b>
2.1 Aspetti contabili secondo i principi nazionali.....	36
2.1.1 Fusione inversa con partecipazione totalitaria .....	37
2.1.2 Fusione inversa con partecipazione non totalitaria .....	41
2.2 Trattamento delle azioni proprie .....	45
2.3 Aspetti contabili secondo i principi internazionali .....	49
2.3.1 L’Acquisition Method.....	49
2.3.1.1 Identificazione dell’acquirente.....	51
2.3.1.2 Determinazione della data rilevante per l’aggregazione.....	53
2.3.1.3 Rilevazione e valutazione delle attività e delle passività assunte .....	54
2.3.1.4 Determinazione del corrispettivo per l’acquisizione .....	56
2.3.1.5 Rilevazione e misurazione dell’avviamento o dell’utile da buon affare.....	57
<b>CAPITOLO 3 L’Operazione di Leveraged Buy Out (LBO)</b> .....	<b>59</b>
3.1 Posizioni dottrinali e giurisprudenziali prima della riforma .....	59
3.2 Introduzione alla disciplina post riforma del 2003 .....	61
3.2.1. Modello a “due newco”.....	67

3.3	Operazione di finanza strutturata .....	70
3.4	Individuazione della società target.....	71
3.4.1	Analisi della società target: Due Diligence.....	72
3.5	Finalità e vantaggi dell'acquisizione.....	73
3.6	Documenti necessari per l'attuazione .....	74
3.6.1	Sostenibilità finanziaria dell'operazione.....	78
3.7	Tutela degli stakeholders .....	84
3.8	Riporto delle posizioni soggettive e diritto d'interpello .....	86
3.8.1	Requisiti minimi.....	86
3.8.2	Trattamento fiscale degli interessi passivi della società veicolo.....	89
3.8.3	Trattamento fiscale delle perdite .....	89
3.9	Verifica elusività dell'operazione .....	90
<b>CAPITOLO 4 Caso di studio: Sanlorenzo S.p.A. ....</b>		<b>92</b>
4.1	Il settore nautico: trend in crescita .....	92
4.2	Presentazione del caso .....	96
4.3	Società partecipanti alla fusione .....	97
4.3.1	Incorporante: Sanlorenzo S.p.A. ....	97
4.3.2	Incorporata: Windco S.p.A .....	98
4.3.3	Società risultante dalla fusione: Sanlorenzo S.p.A. ....	99
4.4	Attuazione della fusione.....	100
4.4.1	Progetto di fusione .....	101
4.4.1.1	Rapporto di cambio .....	101
4.4.2	Relazione degli amministratori e piano economico-finanziario .....	102
4.4.2.1	Ragioni economiche dell'operazione.....	107
4.4.2.2	Situazione debitoria ante fusione .....	108
4.4.2.3	Caratteristiche del debito e piano di rimborso .....	110
4.4.3	Relazione del revisore legale .....	111
4.5	Motivazioni della fusione.....	112
4.6	Tutela dei soci di minoranza .....	113
4.7	Tutela dei creditori .....	114
4.8	Effetti post fusione .....	115
4.9	Sanlorenzo S.p.A. oggi .....	115
4.9.1	Fatti rilevanti dal 2019 ad oggi .....	116
4.9.2	Andamento economico-finanziario ultimo triennio.....	122
<b>CONSIDERAZIONI FINALI.....</b>		<b>127</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>		<b>129</b>



## INTRODUZIONE

Il seguente elaborato ha come obiettivo quello di analizzare la fusione *Leveraged Buy Out* conosciuta, nella disciplina nazionale, anche con il termine di fusione con acquisizione a seguito di indebitamento. Essa costituisce una fattispecie particolare di fusione inversa, la quale viene realizzata sfruttando la leva (cd. *leverage*).

Tale operazione, infatti, trova attuazione sostanzialmente in due fasi principali. Una prima fase dove si procede con l'acquisizione del controllo di una società cd. *target* mentre nella fase successiva, si attua la fusione inversa della società controllante nella controllata. In questo modo, il debito contratto per l'acquisizione della nuova società viene traslato nella società obiettivo. Per questo motivo, la scelta della società *target* risulta essere di fondamentale attenzione in quanto, la società prescelta per concludere tale operazione, deve presentare una certa solidità patrimoniale nonché essere in grado di generare dei flussi di cassa futuri sufficienti per poter far fronte al pagamento del debito accollato.

Di conseguenza, l'attuazione della stessa ha suscitato ampio dibattito sia in dottrina che in giurisprudenza dovuto alla potenziale violazione del principio di *financial assistance* di cui all'art. 2358 del Codice Civile, sino all'introduzione dell'apposita disciplina istituita nel nostro ordinamento giuridico mediante l'articolo 2501-*bis* del Codice Civile.

La scelta di approfondire tale tematica come argomento della mia prova finale è sorta dall'interesse suscitato verso la nuova disciplina posto che presentava delle dinamiche particolari a livello attuativo rispetto alle altre tipologie di fusione viste durante il corso di studi.

L'elaborato è stato sostanzialmente strutturato in quattro parti ciascuna con una sezione dedicata ad esaminare un concetto particolare della suddetta fusione. In linea generale, i primi due capitoli illustrano la fusione inversa con l'obiettivo di fornire una visione totale dell'operazione.

Nella prima parte vengono esaminati gli aspetti generali della fusione inversa, tra cui la procedura di attuazione che presenta maggiori accortezze rispetto a quella effettuata per la realizzazione della fusione diretta. La fusione inversa, infatti, è una tipologia particolare di operazione straordinaria rientrando nella famiglia delle fusioni. Essa è l'operazione a specchio rispetto alla fusione diretta e diversamente da quest'ultima, è la controllata ad incorporare la controllante. Questa operazione trova ampia diffusione nel contesto aziendale sia per i benefici fiscali che amministrativi che è in grado di generare. Nel dettaglio, viene fatta poi menzione al principio di neutralità fiscale che contraddistingue l'operazione di fusione.

Nella seconda parte dell'elaborato, vi è un approfondimento in merito agli aspetti contabili della fusione inversa proponendo un confronto tra quella che è la disciplina dei principi nazionali e quelli internazionali. In particolare, vengono illustrati due casi tipici di fusione inversa secondo la disciplina del nostro ordinamento giuridico ovvero la fusione con partecipazione totalitaria e quella non totalitaria. In merito ai principi contabili internazionali invece, viene esposta la disciplina delle acquisizioni differenziate a seconda della finalità perseguita dall'operazione. Infatti, le aggregazioni che permettono il trasferimento del controllo rientrano nelle *Business Combination* disciplinate dal principio contabile IFRS 3 *Revised* mentre le operazioni che non rispettano tale requisito sono considerate mere operazioni di riorganizzazione e, pertanto, escluse dall'ambito di applicazione della disciplina appena citata.

Il terzo capitolo si focalizza sulla fusione con indebitamento, conosciuta anche con il termine di operazione di *Leveraged Buy Out*. Tale fattispecie è ora disciplinata dall'art. 2501-*bis* del Codice Civile ma negli anni è stata ampiamente dibattuta in dottrina e in giurisprudenza, come anteriormente anticipato, per le problematiche riscontrate sia in materia di acquisto di azioni proprie sia in ambito elusivo. Questa è una tipologia particolare di fusione inversa dove viene costituita appositamente una società veicolo la quale ricorre al finanziamento verso terzi, solitamente alla banca, al fine di acquistare le azioni della *target*. Una volta che è avvenuta l'acquisizione, quest'ultima viene incorporata dalla società acquirente ed è proprio la società obiettivo a ripagare il finanziamento contratto con la banca mediante i flussi di cassa realizzati.

Infine, viene analizzato un caso specifico con l'obiettivo di dare concretezza a quanto teoricamente esposto. Si è scelto di esaminare il caso di fusione inversa da parte della società Windco S.p.A. nel gruppo Sanlorenzo S.p.A. La società Windco S.p.A., infatti, deteneva *ante* fusione una quota maggioritaria del capitale sociale della Sanlorenzo S.p.A. ma è proprio quest'ultima a fungere da incorporante realizzando così una tipica fattispecie di fusione inversa. Inoltre, a seguito della fusione viene traslato il debito contratto dalla società Windco S.p.A. nella Sanlorenzo S.p.A. pertanto, tale fusione avviene conformemente a quanto disciplinato dall'art. 2501-*bis* del Codice Civile in materia di fusione con acquisizione a seguito di indebitamento.

# CAPITOLO 1

## Aspetti generali della fusione inversa

SOMMARIO: 1.1 La fusione inversa secondo i principi nazionali; 1.2 Le ragioni sottostanti all'operazione; 1.3 L'iter procedurale di attuazione; 1.3.1 Prima fase: Il progetto di fusione; 1.3.2 Seconda fase: La delibera di fusione e la redazione dei documenti necessari; 1.3.2.1 La situazione patrimoniale aggiornata; 1.3.2.2 La relazione degli amministratori; 1.3.2.3 La relazione degli esperti; 1.3.3 Terza fase: L'atto di fusione; 1.4 Gli effetti della fusione; 1.5 La neutralità dell'operazione; 1.6 La fusione inversa secondo i principi internazionali; 1.6.1 Le Business Combination Under Common Control; 1.7 Disposizioni in materia di operazioni con parti correlate 1.7.1 Regolamento Consob "Operazioni con parti correlate".

---

### Premessa

Come si può evincere dal titolo, l'oggetto d'analisi del seguente elaborato è l'operazione di *Leverage Buy Out* (LBO) conosciuta nel nostro ordinamento con il termine di "Fusione con acquisizione a seguito di indebitamento" e disciplinata dall'art. 2501-*bis* del Codice Civile. Tale fattispecie rappresenta una tipologia insolita di fusione inversa per questo motivo, prima di addentrarsi nello studio della stessa, si è scelto di procedere con l'approfondimento dei tratti principali della fusione inversa al fine di ottenere una migliore comprensione dell'operazione.

### **1.1 La fusione inversa secondo i principi nazionali**

La fusione societaria è l'operazione attraverso la quale si realizza l'unificazione di più società in un'unica entità<sup>1</sup>. La fusione costituisce una delle principali operazioni straordinarie assieme alla trasformazione e alla scissione<sup>2</sup>. Tra queste, la fusione risulta essere l'operazione più completa perché, mediante tale strumento, si realizza un'integrazione sia giuridica che economica delle parti coinvolte.

L'oggetto della nostra analisi è la fusione inversa, una tipologia particolare di fusione che si differenzia dalla fusione diretta sostanzialmente sotto due profili:

---

<sup>1</sup> Definizione fornita dall'Enciclopedia Treccani.

<sup>2</sup> Nella dottrina nazionale, le operazioni di conferimento di partecipazioni e di cessione di partecipazioni non sono incluse nel perimetro delle operazioni straordinarie (Mancin, 2016).

- quello giuridico per l'inversione, rispetto all'operazione diretta, dei ruoli attribuiti alle società facenti parte dell'operazione, in modo tale che la partecipante assuma la veste di incorporata, in luogo di quella di incorporante;
- quello economico per il fatto di non modificare l'effetto di aggregazione in capo all'entità risultante dall'operazione, dal momento che l'oggetto di concentrazione sono comunque gli interi patrimoni delle società coinvolte nell'operazione, indipendentemente dal loro inquadramento come incorporante o incorporata.

Il nostro ordinamento non prevede una definizione giuridica di fusione ma ne individua due differenti modalità di attuazione. Ai sensi dell'art. 2501, comma 1 del Codice Civile<sup>3</sup>, infatti, la fusione può avvenire mediante la costituzione di una nuova società, conosciuta con il termine di fusione "propria" o "per unione" o alternativamente, mediante l'incorporazione di una società in un'altra. La fusione inversa rientra nella seconda categoria ovvero quella delle fusioni per "incorporazione". Tali operazioni prevedono che sia una società ad incorporare l'altra determinando l'estinzione della società incorporata. Nel caso specifico della fusione inversa è la società controllata ad incorporare la controllante pertanto, sarà quest'ultima, ad estinguersi mentre la società controllata rimane "in vita" e continua ad operare integrando il proprio patrimonio con quello della controllante.

Un'ulteriore classificazione risiede nella fusione tra società "indipendenti" dove quindi non esiste un vincolo partecipativo e società "partecipate" dove invece c'è un legame di partecipazione reciproco. Quest'ultimo può avvenire con partecipazione totalitaria o non totalitaria e le due modalità si differenziano per la quota di partecipazione detenuta dall'incorporata nell'incorporante. Nel primo caso la società incorporata detiene una partecipazione totalitaria nell'incorporante mentre nel secondo, ne detiene solo una parte.

Più nel dettaglio, si possono verificare le seguenti casistiche:

- la società incorporata detiene il cento per cento della società incorporante (ipotesi più semplice);
- la società incorporata detiene una partecipazione di maggioranza ma non totalitaria nella società incorporante;
- la società incorporata possiede una partecipazione di controllo non maggioritario nella società incorporante (art. 2359, comma 1, n. 2, c.c.).

Come verrà meglio illustrato nel prossimo capitolo, le ipotesi sopra indicate differiscono nelle differenze da annullamento e/o da concambio che emergono in sede di contabilizzazione dell'operazione.

---

<sup>3</sup> L'istituto della fusione è regolato dal Codice Civile nella Sezione II del Titolo V (artt. da 2501 a 2505-quater).

In particolare, la fusione inversa rientra nella categoria delle fusioni “partecipate” poiché, condizione necessaria affinché avvenga la fusione per incorporazione, è la sussistenza di un rapporto partecipativo tra le due società, indipendentemente che esso sia totalitario o parziale.

Infine, le fusioni si distinguono in omogenee ed eterogenee in base alla forma societaria delle imprese partecipanti alla fusione. Nel dettaglio, le fusioni vengono definite come omogenee quando vi partecipano società appartenenti alla stessa natura giuridica (ad. esempio fusione tra società di capitali). Al contrario, vengono catalogate come eterogenee, dal momento in cui coinvolgono società che presentano tipologie differenti come nel caso di fusione tra società di persone e società di capitali.

In generale, come già accennato, l’operazione di fusione e implicitamente anche la fusione inversa, sono disciplinate nel nostro ordinamento giuridico dagli articoli 2501 e seguenti del Codice Civile e dal principio contabile nazionale OIC<sup>4</sup> n. 4 “*Fusioni e Scissioni*”. Questi sono gli articoli che verranno presi in considerazione nel proseguo dell’elaborato per analizzare la fusione inversa. In particolare, verranno approfondite le seguenti tematiche: i motivi alla base dell’operazione, l’iter procedurale da seguire per la realizzazione e le metodologie contabili adottate. Infine, verranno trattati gli aspetti fiscali dell’operazione per permettere lo studio completo dell’operazione.

## **1.2 Le ragioni sottostanti all’operazione**

Focalizzando ora l’attenzione su un’analisi più dettagliata dell’operazione, è opportuno individuare i motivi che stanno alla base della scelta di effettuare una fusione ed in particolare di optare per una fusione inversa posto che, come vedremo in seguito, il risultato che si ottiene a livello contabile non rileva alcuna differenza rispetto alla fusione diretta.

In generale, le ragioni che spingono a procedere con un’operazione di fusione possono essere di varia origine raggruppate essenzialmente in: dimensionali, organizzative, economiche e strategiche.

Analizzando la prima categoria si può sicuramente affermare che la fusione per sua natura nasce come l’operazione volta a generare una vera e propria acquisizione d’azienda dove vengono coinvolte società indipendenti o legate da una partecipazione ma non di controllo. L’obiettivo è quello di incrementare le dimensioni aziendali attraverso l’acquisizione di altre società. La criticità di tale operazione invece risiede nel fatto che non risulta facile poi integrare le diverse realtà posto che ciascuna possiede un proprio *business* consolidato.

---

<sup>4</sup> Organismo Italiano Contabilità: Ente costituito nel 2001 come fondazione, il quale ha sostituito il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e il Consiglio nazionale dei ragionieri. Il suo ruolo principale è quello di redigere ed emanare i principi contabili nazionali, supportare il legislatore nella formulazione delle leggi in ambito contabile e di collaborare con lo IASB nell’elaborazione dei principi contabili internazionali.

Passando poi alla seconda categoria ovvero quella delle ragioni organizzative, la fusione può essere adottata quale forma di riorganizzazione / ristrutturazione del gruppo. Anche in questo caso le società partecipanti alla fusione sono indipendenti ma riconducibili al medesimo soggetto economico, posto a capo del gruppo. Tale scelta deriverebbe dalla volontà di snellire la struttura in modo da semplificare l'attività di programmazione e controllo ma soprattutto di velocizzare i flussi informativi tra le varie divisioni. Come vedremo successivamente, questo è il caso tipico identificato dai principi internazionali con la fattispecie di *Business Combination Under Common Control*.

Anche le ragioni economiche sono un punto piuttosto rilevante da tenere in considerazione quando si sceglie di attuare una fusione, infatti, se una fusione è stata correttamente progettata deve generare benefici anche economici mediante l'incremento del valore del nuovo complesso aziendale. Tale incremento deriverebbe da possibili sinergie, economie di scala e dalle economie di scopo nonché dalla riduzione dei costi fissi.

Infine, analizzando l'operazione dal punto di vista strategico, possiamo sostenere che grazie alla fusione si possono raggiungere in tempi brevi obiettivi che sarebbero più difficili da ottenere qualora si procedesse con la crescita per via interna. In questo caso si fa riferimento all'acquisizione di quote societarie e all'ingresso in nuovi mercati; processi complicati da attuare per la presenza di elevate barriere all'entrata difficili da superare. Anche la condivisione del *know how* è una risorsa fondamentale che permette di accrescere l'azienda sia dal punto di vista delle competenze che delle conoscenze.

Nello caso specifico della nostra analisi, si sceglie poi di optare per la fusione di tipo inverso dal momento che quest'ultima permette di conseguire i seguenti ulteriori benefici.

*In primis*, la fusione inversa consente di ottenere vantaggi di tipo amministrativo in quanto la controllata potrebbe essere in possesso di diritti, concessioni e autorizzazioni il cui trasferimento diretto alla controllante costituirebbe un procedimento oneroso e difficile.

*In secundis*, si possono conseguire agevolazioni in termini di adempimenti contabili ed amministrativi quali ad esempio le comunicazioni a clienti e fornitori, le volture di licenze e autorizzazioni, il subentro nei rapporti contrattuali e le trascrizioni ipotecarie e catastali.<sup>5</sup>

Inoltre, qualora si vogliano ottenere benefici strategici specifici, ad esempio, se la società partecipata gode di un particolare "*status*" e nel dettaglio quando:

- La società partecipante è una *holding* che non detiene rapporti commerciali con terze economie, pertanto, la procedura risulta essere più snella;

---

<sup>5</sup> OIC 4 par. 4.6.

- La società partecipata è una società quotata il cui capitale è rappresentato da titoli quotati in un mercato regolamentato consentendo così anche alla società partecipante di accedere alla quotazione<sup>6</sup>.

Infine, anche se non meno rilevante, si decide di optare per la fusione inversa qualora si voglia concludere un'operazione di *Leverage Buy Out* (LBO), anche conosciuta come fusione a seguito di acquisizione con indebitamento<sup>7</sup>. La fusione inversa, infatti, costituisce il secondo *step* all'interno di un'acquisizione realizzata a leva. L'impresa *target*, le cui partecipazioni sono state acquistate mediante indebitamento per il tramite di una società veicolo, incorporerà quest'ultima. Come verrà meglio descritto nel terzo capitolo, l'obiettivo di tale operazione è quello di incorporare una società "solida" che gode di un proprio *brand* e con uno specifico posizionamento al fine di "ripagare" mediante i ricavi generati da quest'ultima, l'investimento per l'acquisizione.

### 1.3 L'iter procedurale per l'attuazione

La disciplina civilistica prevede un iter specifico per procedere con l'attuazione dell'operazione di fusione in modo da tutelare gli interessi di tutti i soggetti coinvolti nell'operazione questo perché, il passaggio dei diritti e obblighi in capo al nuovo soggetto economico risultante dalla fusione, potrebbe compromettere gli interessi di alcune parti specialmente quelli dei creditori sociali e dei soci di minoranza. Quest'ultimi, infatti, corrono il rischio di vedere ulteriormente diminuito il proprio peso in assemblea a seguito dell'allargamento della compagine societaria o di assistere all'entrata di nuovi soci poco graditi.

Al fine di garantire tali interessi, il legislatore ha individuato una serie di tutele che prevedono:

- Obbligo di pubblicità per la maggior parte dei documenti predisposti per la fusione;
- Disponibilità preventiva di tali documenti;
- Prestazioni di garanzie da parte delle società coinvolte nell'operazione a favore dei creditori sociali dissenzienti.

Essendo poi la fusione inversa una fusione per incorporazione, si applica anche per questa fattispecie quanto disciplinato dagli articoli 2501 e seguenti del Codice Civile. La procedura per la realizzazione della fusione può sostanzialmente essere riassunta in tre fasi fondamentali:

- Prima fase: il progetto di fusione;
- Seconda fase: la delibera di fusione e la redazione dei documenti necessari;
- Terza fase: l'atto di fusione.

---

<sup>6</sup> Caso tipico dell'operazione di *reverse acquisition*.

<sup>7</sup> Disciplinata dall'art.2501-bis del Codice Civile.

### 1.3.1 Prima fase: il progetto di fusione

Il progetto di fusione rappresenta il documento di maggiore rilevanza per l'attuazione della fusione. Esso viene redatto congiuntamente dagli amministratori delle società coinvolte e poi approvato dal Consiglio di Amministrazione di ciascuna società.

L'art. 2501-*ter* del Codice Civile individua il contenuto minimale del progetto di fusione ma ciò non impedisce agli amministratori di procedere con un eventuale integrazione purché il progetto sia il medesimo per tutte le società partecipanti alla fusione.

Le componenti essenziali risultano essere le seguenti:

- La tipologia<sup>8</sup>, la ragione sociale e la sede delle società partecipanti (comma 1);
- L'atto costitutivo della società risultante dalla fusione o eventualmente dell'incorporante con annesse le modifiche apportate (comma 2);
- Il rapporto di cambio<sup>9</sup> delle azioni o quote e l'eventuale conguaglio in denaro<sup>10</sup>, se presente (comma 3);
- Le modalità di assegnazione ai soci delle azioni o quote della società risultanti dalla fusione o dell'incorporante (comma 4);
- La data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili (comma 5);
- La data a partire dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società risultante o di quella incorporante<sup>11</sup> (comma 6);
- Possibile trattamento riservato ai soci che detengono specifiche categorie di azioni quali possessori di azioni privilegiate, di risparmio o di obbligazioni (comma 7);
- Vantaggi particolari assegnati ai soggetti coinvolti nell'amministrazione delle società coinvolte nella fusione (comma 8).

Una volta redatto, il progetto di fusione viene poi portato in approvazione alle rispettive assemblee dei soci ed infine depositato presso il registro delle imprese o eventualmente pubblicato sul sito *internet* di ciascuna società, almeno 30 giorni prima dalla delibera di fusione. Tuttavia, il termine viene ridotto a 15 giorni nel caso in cui all'operazione di fusione vi partecipino società con capitale non rappresentato da azioni e si può anche procedere con la rinuncia al termine dei 30 giorni qualora vi sia il consenso unanime dei soci.

---

<sup>8</sup> Società di capitali o di persone.

<sup>9</sup> Spetta all'organo amministrativo e agli esperti determinarne la congruità mediante le apposite relazioni.

<sup>10</sup> Tale conguaglio non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate

<sup>11</sup> Sostanzialmente si sta comunicando l'eventuale retrodatazione degli effetti contabili.

Secondo quanto disciplinato dall'art. 2502 del Codice Civile, il progetto di fusione può altresì essere modificato prima della delibera ma esclusivamente dai soci e limitatamente agli aspetti che non vanno a danneggiare gli interessi di quest'ultimi o dei terzi.

### **1.3.2 Seconda fase: la delibera di fusione e la redazione dei documenti necessari**

Prima di procedere con la delibera di fusione, al fine di tutelare i soci di minoranza e i soggetti terzi, è richiesta la redazione di una serie di documenti volti ad attestare l'attendibilità dell'operazione. Tali documenti forniscono inoltre tutte le informazioni necessarie per poter valutare i vantaggi che si ottengono mediante l'attuazione della fusione ed eventualmente esercitare il diritto di opposizione previsto dall'art. 2503 del Codice Civile.

In particolare, salvo alcuni esoneri previsti dalla legge, si chiede la redazione dei seguenti documenti:

- Situazione patrimoniale aggiornata;
- Relazione degli amministratori;
- Relazione degli esperti.

#### **1.3.2.1 Situazione patrimoniale aggiornata**

Oltre al progetto di fusione, viene richiesta l'elaborazione di una situazione patrimoniale aggiornata al fine di informare adeguatamente i soci in merito alla composizione e all'entità del patrimonio dell'azienda. Ai sensi dell'art 2501-*quarter* del Codice Civile, infatti, gli amministratori sono tenuti a redigere, con l'osservanza delle norme sul bilancio d'esercizio, la situazione patrimoniale aggiornata di ciascuna delle società partecipanti alla fusione alla data più prossima alla fusione. Per le società di persone, la norma di riferimento è l'articolo 2217 del Codice Civile mentre se vi sono fusioni aventi ad oggetto società di capitali la situazione deve essere redatta ai sensi degli articoli 2423 e seguenti del Codice Civile<sup>12</sup>. Tale situazione deve esporre quindi la stessa struttura di un bilancio d'esercizio comprensivo di stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario e nota integrativa. Unica differenza rispetto ad un bilancio ordinario è che quest'ultimo non verrà approvato dall'assemblea.

La simulazione non deve presentare però una data anteriore ai 120 giorni dalla data in cui il progetto di fusione è stato depositato e può essere sostituita dall'ultimo bilancio d'esercizio, se chiuso non oltre i sei mesi dalla medesima data. Nel caso di società quotate la relazione finanziaria semestrale può supplire la situazione patrimoniale normalmente richiesta purché non sia riferita ad una data antecedente ai sei mesi dal deposito o dalla pubblicazione nel sito *internet*.

---

<sup>12</sup> Massima del 18 maggio 2007, n.97 Consiglio Notarile di Milano.

La situazione patrimoniale non è invece richiesta, se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto in ciascuna delle società coinvolte nella fusione. Inoltre, secondo quanto disposto dagli articoli 2505 e ss. del Codice Civile, la situazione patrimoniale può essere omessa qualora l'incorporazione coinvolga una società detenuta al cento per cento anche se non vi è un'espressa previsione<sup>13</sup> o alternativamente, se posseduta al 90 per cento purché venga data la possibilità di recesso agli altri soci di minoranza dell'incorporata<sup>14</sup>.

### **1.3.2.2 Relazione degli amministratori**

Gli amministratori sono oltretutto chiamati, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies*, a predisporre un documento che giustifichi dal punto di vista economico e giuridico il progetto di fusione. In particolare, all'interno della relazione vengono illustrate le modalità di determinazione del rapporto di cambio delle azioni o quote mettendo in luce sia gli aspetti sostanziali che tecnici della procedura ed eventuali difficoltà riscontrate nel calcolo. Prima di procedere con la determinazione del rapporto, è però necessario definire i metodi di valutazione adottati al fine di stimare il capitale economico. Gli amministratori sono inoltre tenuti a segnalare all'interno del documento se vi sono intercorse modifiche tra la data in cui il progetto di fusione è stato depositato presso la sede della società o eventualmente pubblicato nel sito *internet* della stessa e la data della decisione sulla fusione<sup>15</sup>.

Come per il progetto di fusione, anche tale relazione viene poi approvata con apposito verbale dal Consiglio di Amministrazione e può essere omessa con il consenso unanime dei soci e dei possessori di altri strumenti finanziari delle società partecipanti alla fusione o nei casi di fusioni semplificate ovvero in presenza di partecipazione totalitaria o quasi (possessione del 90 per cento del capitale sociale)<sup>16</sup>.

### **1.3.2.3 Relazione degli esperti**

Un ulteriore documento richiesto è la relazione degli esperti che svolge la funzione di attestare l'attendibilità dei dati e delle valutazioni svolte per il calcolo del rapporto di cambio. L'art. 2501-*sexies* delinea in modo esplicito che tale documento deve essere predisposto da un esperto esterno<sup>17</sup>, scelto tra gli iscritti all'albo dei revisori legali o tra le società di revisione e, qualora la società incorporante o risultante dalla fusione sia una società per azioni o in accomandita per azioni,

---

<sup>13</sup> Massima del 9 luglio 2019, n.180 Consiglio Notarile di Milano.

<sup>14</sup> Tesi confermata anche nel caso di fusione inversa con massima L.A. 35 del Comitato Interregionale delle Tre Venezie.

<sup>15</sup> Studio n. 101-2013/I del Consiglio Nazionale del Notariato.

<sup>16</sup> Massima del 18 maggio 2007, n. 98 Consiglio Notarile di Milano.

<sup>17</sup> Egli risponde dei danni causati alle società partecipanti alla fusione, ai soci ed ai terzi, sia sul piano civile che penale (art.64 c.p.c.).

l'esperto deve essere selezionato dal tribunale del luogo in cui ha la sede legale la società<sup>18</sup>. Infine, se in presenza di una società quotata, l'esperto viene designato tra le società di revisione individuate dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

Lo scopo di tale documento è quello di fornire un giudizio di congruità in merito al metodo utilizzato per la determinazione del rapporto di cambio segnalando anche eventuali difficoltà riscontrate nella determinazione dei capitali economici delle società coinvolte. Al fine di fornire un'opinione adeguata, l'esperto ha diritto a ricevere tutta la documentazione e a procedere a qualsiasi verifica risulti necessaria.

Qualora la società controllante sia in possesso del 100% della controllata, la relazione degli esperti può essere omessa anche se in presenza di un rapporto di cambio<sup>19</sup>. Inoltre, quest'ultima non è richiesta anche se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari, che attribuiscono il diritto di voto di ciascuna società partecipante alla fusione.

Una volta predisposti e depositati tutti i documenti necessari, ad eccezione dei casi analizzati in cui si prevede un esonero per legge, l'assemblea dei soci di ciascuna società partecipante alla fusione può procedere a deliberare l'approvazione dell'operazione di fusione sulla base dei documenti che gli sono stati forniti. Nel caso di società di persone l'assemblea viene costituita e la delibera approvata con il consenso della maggioranza dei soci attribuita secondo la quota di partecipazione agli utili degli stessi<sup>20</sup> e salvo il riconoscimento del diritto di recesso nel caso di opinione discordante nell'attuazione della fusione.

Nel caso di società di capitali, invece, l'assemblea straordinaria delibera secondo le modalità già previste per le modifiche dell'atto costitutivo o dello statuto. Nello specifico, per le società di capitali che deliberano in sede di prima convocazione è necessaria la presenza ed il voto favorevole di tanti soci quanti rappresentanti almeno la metà del capitale sociale, a meno che lo statuto non preveda diversamente<sup>21</sup>. Qualora si dovesse ricorrere ad una seconda convocazione perché la prima andata deserta, essa deve essere convocata entro 30 giorni dalla prima. In questo caso il quorum costitutivo è rappresentato da almeno un terzo del capitale sociale mentre quello deliberativo da almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea<sup>22</sup>.

La delibera deve poi essere depositata presso il registro delle imprese con annessi i documenti di cui all'art. 2501-*septies* del Codice Civile. Inoltre, una copia di tali documenti dovrà restare anche depositata presso la sede delle società partecipanti alla fusione o in alternativa, pubblicata sul sito

---

<sup>18</sup> Massima del 22 marzo 2004, n.28 Consiglio Notarile di Milano.

<sup>19</sup> Massima del 18 marzo 2004, n. 22 Consiglio Notarile Milano.

<sup>20</sup> Art 2502 del Codice Civile.

<sup>21</sup> Art. 2368 del Codice Civile.

<sup>22</sup> Art. 2369, comma 3 del Codice Civile.

*internet* delle stesse, nei trenta giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione, salvo che i soci vi rinuncino con consenso unanime.

I soci hanno diritto di prendere visione di questi documenti e di ricevere gratuitamente una copia anche in modalità telematica. Le società non sono invece tenute a fornire copia dei documenti, se gli stessi sono stati pubblicati sui rispettivi siti *internet* e sono quindi reperibili liberamente in modo autonomo.

### **1.3.3. Terza fase: l'atto di fusione**

Ai sensi dell'art 2504 del Codice Civile, l'atto di fusione è il documento che conclude la procedura di fusione. Esso viene stipulato tra i rappresentanti legali delle società coinvolte nella fusione e deve essere redatto con atto pubblico, anche eventualmente in modalità informatica purché rispetti i requisiti necessari per l'iscrizione<sup>23</sup>. Si deve procedere poi con il deposito dello stesso presso il registro delle imprese entro 30 giorni. Tuttavia, con l'obiettivo di tutelare i creditori sociali, la norma prevede che debbano trascorrere almeno 60 giorni tra la delibera di fusione e la stipula dell'atto.

Tale termine può però essere omesso qualora si presenti una delle seguenti condizioni (art. 2503 Codice Civile):

- vi sia il consenso dei creditori di tutte le società coinvolte;
- vi sia il pagamento dei creditori dissenzienti o alternativamente il deposito delle somme corrispondenti in un conto bancario vincolato sino alla scadenza del termine<sup>24</sup>;
- sia redatta una relazione da parte di una società di revisione che attesti, sotto la propria responsabilità, che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società coinvolte non necessita di ulteriori garanzie a tutela dei creditori.

Ai sensi dell'art. 2505-*quater* del Codice Civile, tale termine è inoltre dimezzato nel caso in cui alla fusione vi partecipano società non azionarie, pertanto, in questa circostanza la fusione può essere attuata dopo trenta giorni dall'ultima iscrizione (art. 2502-*bis* del Codice Civile).

---

<sup>23</sup> Secondo quanto disposto dall'art. 1 co. 25 della L. 27.12.2017 n. 205.

<sup>24</sup> Massima del 19 novembre 2004, n.57 Consiglio Notarile di Milano.

## 1.4 Gli effetti della fusione

Una volta che la stipula dell'atto è avvenuta, la procedura di fusione si è perfezionata. L'atto di fusione è stato depositato presso il registro delle imprese e da questo momento la fusione diventa efficace anche nei confronti dei terzi producendo tutti gli effetti reali dell'operazione c.d. pubblicità costitutiva. Per effetti reali si intendono i diritti e gli obblighi, i quali vengono assunti in capo alla società risultante dalla fusione e, nel caso di fusione inversa, in capo all'incorporante la quale subentra in tutti i rapporti, anche processuali, già esistenti anteriormente alla fusione (art. 2504-*bis* del Codice Civile). Tali effetti si producono appunto a partire dall'ultima iscrizione dell'atto nel registro delle imprese e non possono essere retrodatati.

Al contrario, in sede di predisposizione del progetto di fusione, gli amministratori possono optare per la postdatazione<sup>2526</sup> o in alternativa, per la retrodatazione degli effetti obbligatori della fusione. In questa categoria vi rientrano tutti gli obblighi che si producono tra le parti direttamente coinvolte durante la procedura di fusione, tra cui gli effetti contabili e quelli fiscali dell'operazione. Mediante questa scelta si decide di fissare una data anteriore (nel caso di retrodatazione) o posteriore (se vi è postdatazione) a quella di effettiva fusione al fine di beneficiare di alcune semplificazioni. Dal punto di vista contabile, la retrodatazione consente di considerare le due società partecipanti alla fusione come un'unica entità, pertanto, le società partecipanti non devono procedere alla chiusura dei conti in corso d'anno perché tutte le operazioni svolte durante l'esercizio sono convenzionalmente attribuite alla società incorporante. Dal punto di vista fiscale, invece, tale scelta permette di predisporre un'unica dichiarazione dei redditi, procedendo eventualmente anche con la compensazione degli utili generati dalla incorporante con le perdite maturate dall'incorporata nel periodo di riferimento.

A norma dell'art.172 del TUIR, la retrodatazione è consentita solo se sussistono le seguenti condizioni:

- Tale possibilità sia stata prevista in sede di redazione dell'atto di fusione;
- La data di decorrenza degli effetti fiscali non sia anteriore alla data di chiusura del bilancio d'esercizio delle società partecipanti o se anteriore, purché non sia ancora stato approvato il relativo bilancio d'esercizio o non siano scaduti i termini per l'approvazione dello stesso<sup>27</sup>.

Si ricorda che, a partire dall'avvenuta iscrizione dell'atto di fusione, non è più possibile pronunciare l'invalidità della stessa, resta salvo soltanto l'eventuale diritto a richiedere il risarcimento dei danni

---

<sup>25</sup> Massima del 19 novembre 2004, n.56 Consiglio Notarile di Milano.

<sup>26</sup> Tale possibilità viene riconosciuta solo nel caso di fusione per incorporazione.

<sup>27</sup> Massima del 17 novembre 2020, n. 192 Consiglio Notarile di Milano.

in capo ai soci o ai terzi che risultano lesi da tale operazione. Quest'ultimi potranno agire nei confronti degli amministratori delle società partecipanti o eventualmente verso la società risultante dalla fusione.

## 1.5 La neutralità dell'operazione

Analizzando più nel dettaglio l'operazione sotto il profilo fiscale si può evincere che, alla base di tale operazione straordinaria, vige il principio di neutralità fiscale. Tale principio disciplinato dall'art. 172 del TUIR cita: *“la fusione tra più società non costituisce realizzo né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni delle società fuse o incorporate, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore di avviamento.”*

La fusione è, pertanto, un'operazione che:

- si configura come ristrutturazione dell'assetto organizzativo, estranea alla gestione dell'impresa e, dunque, non idonea alla produzione di reddito;
- non rappresenta né cessione a titolo oneroso, né destinazione a finalità estranee all'esercizio dell'impresa dei beni della società incorporata.

Sostanzialmente, attraverso tale affermazione, il legislatore vuole chiarire che dall'operazione di fusione non emergono valori, positivi o negativi, che costituiscono materia imponibile in sede di dichiarazione dei redditi essendo considerata un'operazione “sui soggetti” e non “sui beni”.

I beni, infatti, non vengono ceduti da un soggetto ad un altro ma gli stessi continuano la propria esistenza nella società derivante dalla fusione o nell'incorporante, in base alla tipologia di fusione effettuata. Tali beni andranno iscritti al valore fiscalmente riconosciuto nelle società preesistenti nel nuovo bilancio *post* fusione al fine di garantirne la continuità dei valori.<sup>28</sup>

Anche le differenze contabili ovvero eventuali disavanzi e avanzi che emergono in sede di fusione non rilevano ai fini della determinazione del reddito. Pertanto, possibili maggior/minor valori rilevati in sede di fusione non sono imponibili nei confronti dell'incorporante o della società risultante dalla fusione.

Infine, vige la neutralità anche nei confronti dei soci delle società partecipanti alla fusione (art. 172 co. 3 del TUIR). Anche per i soci, quindi, il cambio delle partecipazioni è neutrale in quanto il costo fiscale complessivo della partecipazione non varia, indipendentemente dal valore nominale delle nuove azioni o quote ricevute mediante il concambio. Unica eccezione permane in sede conguaglio in denaro, se presente, a norma dell'art. 47 co. 7 del TUIR. In questo caso, il maggior valore ricevuto a fronte del costo della partecipazione annullata costituisce reddito da capitale<sup>29</sup> (*capital gain*).

---

<sup>28</sup> Beghin M., *Il reddito d'impresa; Situazioni soggettive, regole generali e speciali, procedimento di determinazione, operazioni straordinarie*, Pacini Editore, Pisa, 2021.

<sup>29</sup> De Rosa S., Odetto G., *Fusione*, Eutekne.

## 1.6 La fusione inversa secondo i principi internazionali

Quanto disposto dal nostro ordinamento giuridico non è applicabile però nel caso in cui le società redigano il bilancio secondo i principi internazionali (*International Financial Reporting Standard*). Conformemente a tali principi, la fusione societaria viene definita come “*l’operazione straordinaria che rientra tra le forme di aggregazione aziendale tra più imprese*”<sup>30</sup>. A differenza della disciplina interna, nel modello internazionale, le operazioni straordinarie non vengono singolarmente disciplinate ma, essendo accadimenti non ricorrenti nella gestione d’impresa, vengono convenzionalmente ricomprese tra le operazioni di *Business Combination* regolate dal principio internazionale standard IFRS 3, ad eccezione di una fattispecie particolare ovvero quella delle operazioni concluse sotto comune controllo, di cui vi sarà un apposito approfondimento.

Alla base della disciplina internazionale, vige il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, il quale suddivide le operazioni straordinarie in base alle finalità perseguite a prescindere dall’istituto giuridico di appartenenza. Pertanto, ai fini di un corretto inquadramento dell’operazione secondo i principi internazionali, è opportuno procedere alla distinzione tra:

- fusioni che avvengono tra società già partecipate e sotto comune controllo (*Business Combination Under Common Control*);
- fusioni che costituiscono tipiche operazioni di acquisizione e pertanto rientranti nella categoria dei processi di aggregazione aziendale (*Business Combination*).

### *Business Combination Under Common Control (BCUCC)*

Nelle fusioni del primo gruppo, le BCUCC, sono comprese tutte le operazioni in cui la società incorporante detiene una partecipazione totalitaria o comunque il controllo nell’incorporata. In tal caso viene meno il requisito del trasferimento successivo del controllo di uno o più complessi, caratteristica necessaria per poter inquadrare l’operazione come *Business Combination*. Di conseguenza, essendo queste operazioni compiute all’interno dello stesso gruppo e prive di sostanza economica, vengono catalogate tra le operazioni di riorganizzazione / ristrutturazione di imprese esistenti.

Ad oggi, tale fattispecie non risulta regolamentata da alcun principio contabile internazionale ma l’*International Accounting Standards Board* sta lavorando al fine di determinare il trattamento di tali aggregazioni aziendali. Nell’agenda del Board è infatti avvenuta la pubblicazione di un *Discussion Paper* di cui verrà fatto un approfondimento nei paragrafi successivi.

---

<sup>30</sup> Orientamento Preliminare OPI n. 2 (Revised) pubblicato nel mese di ottobre 2016.

### Business Combination

Nelle *Business Combination*, appartenenti al secondo gruppo, vi rientrano invece tutte le altre operazioni escluse dal primo gruppo che ricadono in una delle seguenti casistiche:

- società incorporante che non detiene alcuna partecipazione nell'incorporata;
- incorporante che detiene una partecipazione ma non di controllo nella società che andrà ad acquisire.

In questi casi, la fusione è paragonabile ad un'operazione di compravendita dove c'è un acquirente che a seguito dell'acquisto della società consegue il controllo della nuova entità creata. Le società coinvolte sono sempre indipendenti e sono portatrici di interessi tra loro distinti. A questo proposito si identificano come vere e proprie fusioni con natura di acquisizioni.

Per tale tipologia di fusione, si prevede l'applicazione del principio IFRS 3 il quale fornisce una specifica definizione di *Business Combination* che cita: “*The bringing together of separate entities or businesses into one reporting entity*”<sup>31</sup>. La condizione necessaria affinché possa essere applicato tale principio infatti è che deve essere trasferito un complesso aziendale in funzionamento e non singole componenti perché quest'ultime non sarebbero riconducibili al concetto di azienda<sup>3233</sup>.

In analogia al nostro sistema giuridico, anche attraverso l'applicazione del principio IFRS 3 si possono configurare due modalità di attuazione della fusione ovvero l'*acquisition* e la *reverse acquisition*. La prima fattispecie si caratterizza per la coincidenza tra la struttura giuridica-formale dell'operazione e quella sostanziale ovvero il business che è oggetto dell'acquisizione viene concretamente trasferito, a seguito della fusione, nel patrimonio del soggetto incorporante.

Nel caso di *reverse acquisition*, invece, non vi è corrispondenza tra il cd. acquirente contabile e quello giuridico. Pertanto, il soggetto che detiene il controllo mediante il possesso della partecipazione di maggioranza non è lo stesso che possiede il controllo legale della stessa partecipazione. Un esempio tipico di *reverse acquisition* è il caso in cui un soggetto privato acquisisce il controllo, attraverso un'operazione di fusione inversa per incorporazione su un'altra società, quest'ultima quotata, con l'obiettivo a sua volta di accedere alla quotazione di mercato evitando la procedura di *Initial Public Offering*<sup>34</sup>. Anche per queste operazioni si prevede l'applicazione del principio contabile IFRS 3 posto che questa particolare tipologia di fusione rientra tra le *Business Combination*.

---

<sup>31</sup> Principio contabile IFRS 3R *Business Combination*, par.4.

<sup>32</sup> Definizione individuata dal Regolamento dell'Unione Europea del 21 aprile 2020, n.551.

<sup>33</sup> IFRS 3R *Business Combination*, Appendice B, par. B7.

<sup>34</sup> *Initial Public Offering*: strumento attraverso il quale una società può procedere alla diffusione dei propri titoli azionari presso il pubblico e, di conseguenza, la successiva quotazione degli stessi in un mercato regolamentato. Essendo rivolta indistintamente a tutti gli investitori presenti nel mercato azionario, dovrà essere accompagnata da una specifica procedura di realizzazione che si sviluppa, solitamente, in un semestre e coinvolge diversi soggetti. (Fonte: Borsa Italiana).

Riprendendo il nostro oggetto di studio ovvero la fusione inversa, essa può essere qualificata sia come *Business Combination* tradizionale che come *Business Combination Under Common Control*. Il fattore determinante, al fine di inserirla tra le une o le altre operazioni, è la quota di partecipazione detenuta dalla società incorporante. Se questa aveva già il controllo dell'incorporata allora l'operazione rientra tra le operazioni concluse sotto comune controllo e di conseguenza, non è applicabile il principio internazionale IFRS 3, al contrario, è configurata come operazione di *Business Combination*.

In conclusione, si può affermare che la trattazione della fusione inversa, secondo i principi contabili internazionali, presenta diverse criticità dovute principalmente alle lacune normative. Infatti, come illustrato in precedenza, ad oggi non esiste un principio internazionale che regolamenti le operazioni realizzate tra soggetti sottoposti al comune controllo; fattispecie in cui spesso ricade l'operazione di fusione inversa poiché coinvolge società caratterizzate da vincoli di controllo. Inoltre, come vedremo meglio analizzato nel prossimo capitolo, rispetto alla disciplina dei principi contabili nazionali, dove in sede di contabilizzazione emergono sia differenze da concambio che da annullamento, secondo gli IAS/IFRS nelle operazioni *under common control* rilevano solo le differenze da annullamento. Si auspica quindi ad una convergenza tra i principi contabili nazionali ed internazionali con la consapevolezza che, sarebbe necessario riformare il sistema giuridico italiano, innanzitutto assegnando maggiore rilevanza al principio di prevalenza della sostanza sulla forma, principio che caratterizza la disciplina internazionale<sup>35</sup>.

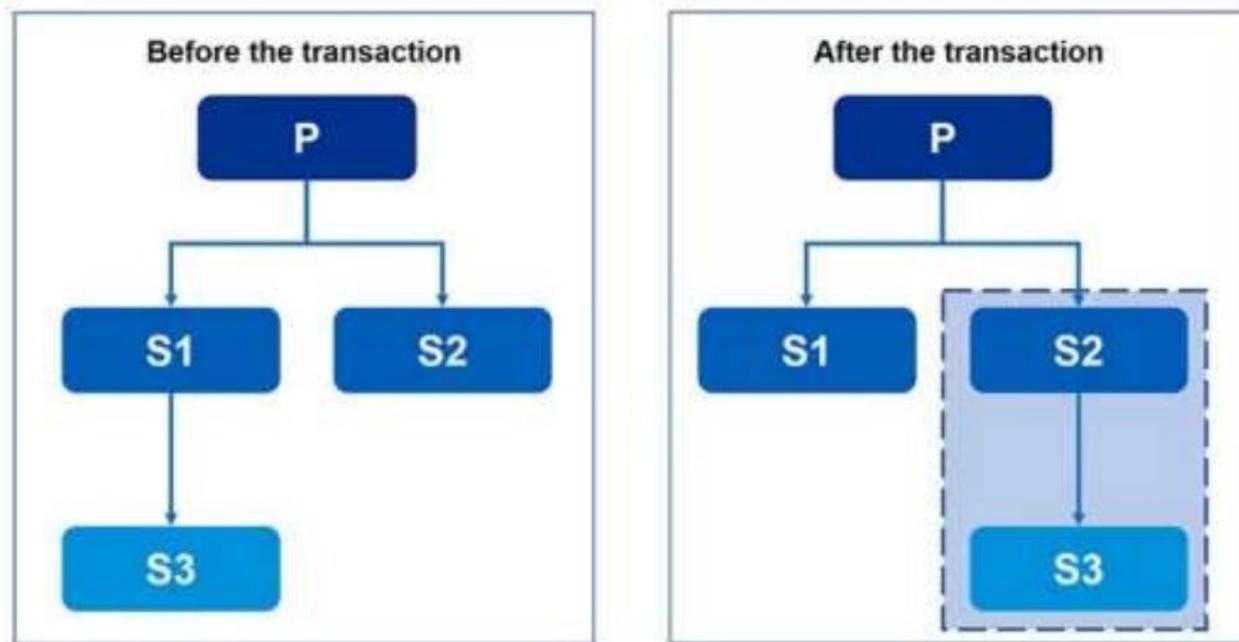
### **1.6.1 Le Business Combination Under Common Control**

Le *Business Combination Under Common Control*, come appena citato, sono delle operazioni di aggregazione dove vi è, già anteriormente all'operazione, il controllo tra le parti coinvolte. Questa tipologia di operazioni non rientrano nella disciplina dell'IFRS 3 *Business Combination* in quanto hanno una differente finalità. Infatti, mentre le *Business Combination* sono aggregazioni volte a trasferire il controllo nel soggetto acquirente, le *Business Combination Under Common Control* non soddisfano questo requisito dato che il controllo non viene trasferito ma, permane sia *ante* che *post* aggregazione, all'interno dello stesso gruppo e pertanto, si configurano come mere operazioni di ristrutturazione. La loro finalità consiste nel modificare la struttura organizzativa del gruppo al fine di ottenere una diversa configurazione dello stesso.

---

<sup>35</sup> Perotta R., *La fusione inversa. Disciplina interna e principi contabili internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2007.

Di seguito viene illustrato un esempio.



*Figura 1 Business Combination Under Common Control*

Attualmente, non c'è un principio contabile apposito istituito per tale tipologia di aggregazioni e per far fronte al vuoto normativo si rinvia a quanto indicato all'interno del principio IAS 8 "*Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors*", dove sono indicate le linee guida da seguire per effettuare una scelta corretta sul metodo alternativo da applicare. In particolare, si deve procedere prima a valutare eventuali principi IFRS che trattino concetti simili ed eventualmente optare per ulteriori criteri contenuti all'interno del "Quadro sistematico" o "*Framework*"<sup>36</sup>. Inoltre, affinché il principio sia conforme alla disciplina internazionale, si richiedono i seguenti requisiti<sup>37</sup>:

- Rilevanza ai fini delle decisioni economiche da parte degli utilizzatori;
- Attendibilità in modo che il bilancio:
  - i) Rappresenti fedelmente la situazione patrimoniale –finanziari, il risultato economico e i flussi finanziari dell'entità;
  - ii) Rifletta la sostanza economica delle operazioni, altri eventi e circostanze, e non meramente la forma legale;
  - iii) Sia neutrale cioè scevra da pregiudizi;
  - iv) Sia prudente;
  - v) Sia completa con riferimento a tutti gli aspetti rilevanti.

<sup>36</sup> Si veda IAS 8 "*Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors*", par. 11.

<sup>37</sup> Si veda IAS 8 "*Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors*", par. 10.

In ogni caso, l'obiettivo è quello di individuare un principio in grado di soddisfare, *in primis* una rappresentazione attendibile e fedele dell'operazione, ma soprattutto che rispecchi la sostanza economica dell'operazione in esame.

Date le numerose incertezze dovute alla lacuna sulla normativa, lo IASB ha deciso di intraprendere un progetto di studio al fine di fornire, per quanto possibile, una soluzione a questa problematica. Una prima versione del progetto è stata avviata nel 2007 affiancata poi nel 2009 da un approfondimento da parte dell'OIC. Successivamente, nel 2011, è stato emesso un *Discussion Paper* contenente un'analisi dei trattamenti contabili applicabili dove venivano messe in luce le principali criticità, sulla base delle considerazioni raccolte dalle parti interessate.

In particolare, venivano riepilogati tre differenti approcci che potevano essere applicati per la contabilizzazione delle aggregazioni aziendali realizzate sotto comune controllo ovvero:

- applicazione integrale dell'IFRS 3. I sostenitori di questa tesi ritenevano che tale tipologia di aggregazioni fosse assimilabile, secondo il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, a quella delle *Business Combination* realizzata tra soggetti indipendenti;
- applicazione parziale dell'IFRS 3 senza rilevazione del *goodwill*. Questo approccio optava per non rilevare l'avviamento in quanto, essendo un'operazione realizzata in assenza di scambi con il mercato, non era possibile rappresentare in modo attendibile tale voce;
- applicazione parziale dell'IFRS 3 senza rilevazione del *goodwill* e degli *intangible assets*. Questa versione, ancora più severa di quella precedente, non prevedeva la contabilizzazione nemmeno delle attività immateriali eventualmente emergenti per i motivi già enunciati nel secondo punto.

Dopo un periodo di sospensione, negli anni successivi, sono state condotte ulteriori ricerche al fine di approfondire ulteriormente la materia sino al 2016 quando Assirevi<sup>38</sup>; Associazione Italiana delle Società di Revisione Legale, ha pubblicato una versione "rivisitata" dell'OPI 1 aggiornando così gli orientamenti preliminari in merito alla rappresentazione contabile delle *Business Combination Under Common Control* secondo i principi contabili internazionali. La prima versione ossia quella del 2007, proponeva una distinzione in base alla sostanza commerciale dell'operazione ovvero la loro capacità di influenzare i flussi di cassa della società acquirente. Nel caso in cui questa fosse presente, si applicava l'*Acquisition Method*, in caso contrario, la rilevazione avveniva secondo il principio di continuità dei valori.

---

<sup>38</sup> Assirevi: Associazione Italiana delle Società di Revisione Legale. Essa è un'associazione privata senza scopo di lucro fondata nel 1980 con l'obiettivo di fornire le linee guida relative ai principi di revisione e a quelli contabili. Inoltre, svolge ricerca scientifica sull'evoluzione della legislazione e della regolamentazione.

La versione *Revised* dell'OPI 1 confermava sostanzialmente le due tecniche appena descritte applicate alle operazioni concluse sotto comune controllo apportando solamente delle modifiche in materia di contabilizzazione di cessioni e conferimenti di aziende prive di sostanza economica.

Inoltre, sempre Assirevi è intervenuta il medesimo anno, illustrando, all'interno dell'OPI 2R, in materia specifica di fusione, due posizioni dottrinali distinte. La prima in cui si considerava la fusione per incorporazione un'operazione assimilabile alle *Business Combination* e pertanto, trattata con le regole di cui al principio contabile IFRS 3R. La seconda, maggiormente riconosciuta, riteneva questo tipo di operazione come un "consolidamento legale"; non quindi come una *Business Combination ex IFRS 3R*, da rilevare nel bilancio *post*-fusione con il criterio di continuità dei valori.

Nel biennio 2018-2019 è intervenuto nuovamente anche lo IASB, analizzando l'operazione mediante una logica differente ovvero proponendo una distinzione tra aggregazioni aziendali sotto comune controllo in cui non ci sono minoranze e aggregazioni aziendali sotto comune controllo in cui queste sono presenti. Pertanto, l'oggetto di discussione, in questo caso, era la presenza o meno di soci di minoranza nella realizzazione dell'operazione di aggregazione. Per ciascuna fattispecie era prevista quindi l'applicazione di un metodo specifico di contabilizzazione<sup>39</sup>.

Nel primo caso, ovvero alle transizioni tra società interamente possedute, si contemplava l'applicazione del cd. *Predecessor Approach* o principio di continuità dei valori, già individuato dall'OPI 1 *Revised* ma con la differenza che la rilevazione avveniva a livello di gruppo e non di singola entità, pertanto, i valori patrimoniali trasferiti devono essere iscritti al valore del bilancio della *parent company*<sup>40</sup>.

Al secondo caso, invece, si applicava, in linea con quanto disciplinato dall'IFRS 3, l'*Acquisition Method* adottando però le seguenti modifiche:

- rilevare la differenza positiva tra il *fair value* delle attività nette acquisite e il corrispettivo pagato a patrimonio netto;
- rilevare la differenza positiva tra il corrispettivo pagato e il *fair value* delle attività nette acquisite a patrimonio netto invece che come *goodwill*.

Nell'ultima versione del *Discussion Paper*, pubblicata nel novembre 2020, lo IASB presenta tre differenti approcci alla materia catalogando le *Business Combination Under Common Control* come:

- operazioni prive di sostanza economica e quindi non riconducibili alle operazioni di *Business Combination* alle quali viene applicato il *Book-Value Method*;
- operazioni che presentano sostanza economica, per le quali è attribuibile l'*Acquisition Method*, già applicato dall'IFRS 3;

---

<sup>39</sup> Thornton G., *IFRS Viewpoint: Common control under business combinations*, 2018.

<sup>40</sup> Onesti T., Romano M., Taliento M., *Business combinations under common control: concerns, criticisms and strides*, Financial Reporting, 01/2015, pag. 107-126.

- operazioni “neutre” che quindi non è chiaro se ricadono né nell’una né nell’altra fattispecie e quindi non vi è certezza sul metodo da applicare.

In generale, è difficile ricondurre, in linea generale, tali operazioni in una specifica categoria e non è pertanto, possibile indicare un unico metodo di applicazione ma è preferibile valutare caso per caso quale metodologia utilizzare. Facendo un’analisi più approfondita, però, lo IASB ha fornito delle indicazioni dove è chiaro identificare il metodo che deve essere applicato in sede di acquisizione.

In particolare, si prevede l’applicazione dell’*Acquisition Method* quando:

- nell’acquisizione vengono coinvolti i soci di minoranza;
- le azioni emesse dalla società acquirente vengono quotate in un mercato pubblico.

Per esclusione, in tutte gli altri casi, si applica invece il *Book-Value Method*.

L’obiettivo della redazione del *Discussion Paper sulle Combination Under Common Control* è stato quello di avvicinarsi, il prima possibile, ad una disciplina comune applicabile alle operazioni concluse sotto comune controllo. La consultazione è stata resa pubblica fino al 1° settembre 2021 e a giugno dello stesso anno è stato organizzato, in comune accordo, dall’OIC, dall’EFRAG e dallo IASB, un meeting per discutere di tale problematica.

Sinora la prassi nazionale si era sempre uniformata agli orientamenti proposti da Assirevi ma, a seguito della pubblicazione del recente *Discussion Paper*, rimane il dubbio se adottare uno o l’altro orientamento. L’ipotesi che trova maggiore riscontro è che, molto probabilmente, gli operatori economici seguiranno le linee guida così definite dallo IASB per la rilevazione delle acquisizioni nei prossimi bilanci. Tale ipotesi è confermata dallo stesso principio contabile IAS 8 infatti, quest’ultimo suggerisce di applicare: “*disposizioni più recenti emanate da altri organismi di formazione contabile che utilizzano un quadro sistematico concettualmente simile per sviluppare i Principi contabili, altra letteratura contabile e prassi consolidate del settore, nella misura in cui queste non siano in conflitto con le fonti del paragrafo 11<sup>41</sup>”*.

In conclusione, possiamo affermare che, la contabilizzazione delle *Business Combination Under Common Control*, risulta essere un tema ancora molto dibattuto ma che sembra presentare delle soluzioni alternative. Si auspica in una versione definitiva al fine di rendere più semplice e omogenea la contabilizzazione di queste operazioni nonché garantire maggiore trasparenza e comparabilità.

---

<sup>41</sup> Si veda IAS 8 “*Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors*”, par. 12.

## 1.7 Disposizioni in materia di operazioni con parti correlate

In tema di operazioni straordinarie, numerose sono le società che attuando questo tipo di operazioni coinvolgendo parti correlate. Per questo motivo è intervenuta la Consob, ente pubblico specializzato nella regolamentazione e nella sicurezza dei mercati finanziari, al fine di definire le linee guida da seguire nella realizzazione di questa tipologia di operazioni. In particolare, ha fornito un documento informativo con delibera n. 17221 del 2010 e successive modifiche sino alla delibera n. 22144 del 2021, recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate. Di seguito viene analizzato il regolamento mettendo in luce gli aspetti principali della disciplina.

### 1.7.1 Regolamento Consob “Operazioni con parti correlate”

Il “*Regolamento operazioni con parti correlate*” predisposto dalla Consob è entrato in vigore a partire dal 31 dicembre 2021. L’obiettivo di quest’ultimo è quello di fornire informazioni sulla realizzazione di operazioni che coinvolgono parti correlate, ai sensi dell’art. 2391-*bis* del Codice Civile. In particolare, il regolamento individua i criteri che devono seguire le società italiane quotate in mercati regolamentati italiani o di paesi facenti parte l’Unione Europea che presentano azioni diffuse nel pubblico in misura rilevante al fine di realizzare operazioni con parti correlate per il tramite di società controllate<sup>42</sup>.

*In primis*, è opportuno individuare, con l’obiettivo di applicare correttamente la disciplina, la definizione di parte correlata. All’interno del documento viene fornita una prima soluzione che identifica quali parti correlate: “*i soggetti e le operazioni definiti come tali dai principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all’articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002<sup>4344</sup>.*” Quest’ultimo regolamento richiede la contabilizzazione dell’operazione secondo i principi contabili internazionali con l’obiettivo di garantire la trasparenza e la comparabilità richieste dall’informativa finanziaria.

Più nel dettaglio, al fine di individuare le parti correlate, si fa poi rinvio alle definizioni individuate dai principi contabili internazionali<sup>45</sup> dove si evince che la parte correlata è: “*una persona o un’entità che è correlata all’entità che redige il bilancio<sup>46</sup>.*”

Essa può indistintamente essere riconosciuta tra:

- Una persona o uno suo stretto familiare il quale è correlato all’entità che redige il bilancio qualora possieda alternativamente uno dei seguenti requisiti:

---

<sup>42</sup> Si veda *Regolamento operazioni con parti correlate*, art. 2.

<sup>43</sup> Si veda *Regolamento operazioni con parti correlate*, art.3, lett. a).

<sup>44</sup> Regolamento del 19 luglio 2002, n. 1606.

<sup>45</sup> Si veda IAS 24 *Related Party Disclosures*.

<sup>46</sup> Si veda *Regolamento operazioni con parti correlate*, Appendice – Definizioni.

- (i) abbia il controllo<sup>47</sup> o il controllo congiunto<sup>48</sup> dell'entità che redige il bilancio;
  - (ii) abbia un'influenza notevole<sup>49</sup> sull'entità che redige il bilancio;
  - (iii) sia uno dei dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità che redige il bilancio o di una sua controllante.
- - Un'entità è correlata a un'entità che redige il bilancio se rispetta almeno una delle seguenti condizioni:
- (i) l'entità e colei che redige il bilancio fanno parte dello stesso gruppo (sono quindi correlate);
  - (ii) l'entità è una collegata o una *joint venture* dell'altra entità;
  - (iii) entrambe le entità sono *joint venture*<sup>50</sup> di una stessa terza controparte;
  - (iv) l'entità è una *joint venture* di una terza entità e l'altra entità è una collegata della terza entità;
  - (v) l'entità è rappresentata da un piano per benefici successivi alla fine del rapporto di lavoro a favore dei dipendenti dell'entità che redige il bilancio o di un'entità ad essa correlata;
  - (vi) l'entità è controllata o controllata congiuntamente da una persona che rispetta i requisiti di cui al primo punto;
  - (vii) una persona ha un'influenza significativa sull'entità o alternativamente, è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità (o di una sua controllante);
  - (viii) l'entità, o un qualsiasi membro di un gruppo a cui essa appartiene, presta servizi di direzione con responsabilità strategiche all'entità che redige il bilancio o alla controllante dell'entità che redige il bilancio<sup>51</sup>.

Si ricorda che, nel definire una parte collegata, si includono le casistiche in cui vi sono le controllate della società collegata o in caso di *joint venture*, le controllate di questa<sup>52</sup>.

Nell'individuare invece, una definizione di operazione con parte correlata, quest'ultima si identifica come un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni tra una società o ente e una parte correlata, a prescindere che sia stato concordato o meno un corrispettivo<sup>53</sup>.

---

<sup>47</sup> Si veda IFRS 10 *Consolidated Financial Statements*.

<sup>48</sup> Si veda IFRS 11 *Joint Arrangements*.

<sup>49</sup> Si veda IAS 28 *Investments in Associates and Joint Ventures*.

<sup>50</sup> *Joint venture*: un accordo a controllo congiunto in base al quale le parti che lo detengono vantano i diritti sulle attività nette dell'accordo.

<sup>51</sup> Si veda IAS 24 *Related Party Disclosures*, par. 9.

<sup>52</sup> Si veda IAS 24 *Related Party Disclosures*, par. 12.

<sup>53</sup> Si veda IAS 24 *Related Party Disclosures*, par. 9.

All'interno di queste operazioni vi rientrano:

- le operazioni realizzate con parti correlate di fusione, di scissione per incorporazione o di scissione in senso stretto non proporzionale;
- l'assegnazione di remunerazioni e di benefici economici ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche, indipendentemente dalla modalità di erogazione.

*In secundis*, è necessario distinguere le operazioni di maggiore rilevanza da quelle di minore questo perché sottoposte a differente disciplina procedimentale. Al fine di garantire un'applicazione oggettiva della disciplina sono stati individuati, ai sensi dell'articolo 4, comma 1, lettera a, dei criteri quantitativi che determinano la presenza o meno di un'operazione di maggiore rilevanza. In particolare, sono stati identificati degli indici di rilevanza il cui superamento della soglia del 5% costituisce presupposto per l'adozione di tale disciplina.

Di seguito vengono elencati i tre indici di maggior rilevanza<sup>54</sup>:

- Indice di rilevanza del controvalore;
- Indice di rilevanza dell'attivo;
- Indice di rilevanza delle passività.

#### Indice di rilevanza del controvalore

L'indice di rilevanza del controvalore è il primo indice individuato dalla Consob per poter determinare la maggior rilevanza dell'operazione. Esso viene determinato come rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto rilevato dall'ultimo stato patrimoniale pubblicato dalla società (possibilmente quello del bilancio consolidato).

Eventualmente, nel caso di società quotate, quest'ultimo può essere sostituito, se di importo maggiore, dal valore della capitalizzazione della società rilevato alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel più recente documento contabile pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale).

Il controvalore dell'operazione, numeratore del rapporto appena citato, è individuato come:

- l'ammontare pagato alla/dalla controparte contrattuale per le componenti in contanti;
- il *fair value*, alla data dell'operazione, determinato secondo quanto disposto dai principi contabili internazionali<sup>55</sup>, per gli strumenti finanziari;

---

<sup>54</sup> Si veda *Regolamento operazioni con parti correlate*, Allegato 3.

<sup>55</sup> Regolamento del 19 luglio 2002, n. 1606.

- l'importo massimo erogabile per le operazioni di finanziamento o di concessione di garanzie.

Qualora le condizioni economiche dovessero dipendere invece, in tutto o in parte, da grandezze non ancora note, il controvalore dell'operazione è il valore massimo ricevibile o pagabile secondo quanto accordato dalle parti.

#### Indice di rilevanza dell'attivo

Il secondo indice individuato è quello di rilevanza dell'attivo. Esso viene calcolato come rapporto tra i totali dell'attivo delle società coinvolte nell'operazione. I dati utilizzati per il calcolo di tale indice devono provenire dal più recente stato patrimoniale pubblicato dalla società (preferibile se consolidato).

Inoltre, è necessario verificare se l'operazione straordinaria che si intende attuare vada poi, una volta attuata l'operazione, ad influire sull'area di consolidamento del bilancio questo perché conduce ad una valutazione differente dell'attivo.

In particolare, nelle operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni in società che producono effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è pari al totale attivo della partecipata, indipendentemente dalla percentuale di capitale oggetto di disposizione.

Invece, per le operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni che non hanno effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è così alternativamente identificato:

- dal controvalore dell'operazione maggiorato delle passività della società acquisita eventualmente assunte dall'acquirente, in caso di acquisizioni;
- dal corrispettivo dell'attività ceduta in caso di cessioni.

Per le operazioni diverse dall'acquisizione di una partecipazione, il valore del numeratore è invece calcolato come:

- il maggiore tra il corrispettivo e il valore contabile che verrà attribuito all'attività in caso di acquisizioni;
- il valore contabile dell'attività nell'ipotesi di cessioni.

#### Indice di rilevanza delle passività

L'ultimo indice di rilevanza identificato è quello delle passività. Si calcola come rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della stessa. Conformemente a quanto prima citato, i valori devono essere rilevati dallo stato patrimoniale dell'ultimo bilancio pubblicato dalla società e dove possibile, gli stessi dovrebbero essere impiegati per la determinazione del totale delle passività della società o del ramo di azienda acquisiti.

In aggiunta, la soglia determinata per gli indici di rilevanza appena sopra citati viene ridotta dal 5% al 2,5% qualora nelle operazioni sia coinvolta una società quotata che svolga il ruolo di controllate o vi partecipino altri soggetti ad essa correlati.

Infine, nel caso di una serie di operazioni cumulative, ai sensi dell'articolo 5 comma 2, è necessario procedere prima alla determinazione degli indici appena sopra individuati singolarmente per ciascuna operazione e successivamente proseguire con la verifica delle soglie mediante la sommatoria degli stessi aggregandoli per tipologia di indice. Nel caso in cui, gli indici calcolati non risultino giustificati in considerazione delle contingenze si può procedere con la determinazione degli stessi secondo modalità differenti da quelle anteriormente esplicitate purché ne venga data comunicazione dalla società alla Consob prima della conclusione dell'accordo tra le parti.

Una volta individuata la definizione di parti correlate e di operazioni di maggiore rilevanza è infine opportuno illustrare le procedure e i documenti necessari da predisporre per la realizzazione di questo tipo di operazioni. Più nel dettaglio, viene richiesta la compilazione di un documento informativo ai sensi dell'articolo 114 comma 5 del Testo Unico. Tale documento deve essere messo a disposizione presso la sede della società almeno sette giorni<sup>56</sup> prima dell'approvazione da parte dell'organo competente dell'operazione che si intende attuare<sup>57</sup>.

Per il tramite di questo documento informativo si intende fornire al mercato informazioni rilevanti sull'operazione tra parti correlate ed in particolare, si richiede il rispetto delle seguenti indicazioni<sup>58</sup>:

- la descrizione dell'operazione che si intende attuare nonché le condizioni e i termini della stessa;
- l'indicazione che la controparte dell'operazione è una parte correlata e la natura della correlazione;
- la denominazione o il nominativo della controparte dell'operazione;
- le ragioni economiche che hanno guidato la scelta di attuare tale operazione ed eventuali opinioni contrarie;
- le modalità adottate per la determinazione del corrispettivo ed eventuali pareri espressi dagli esperti in merito di congruità dello stesso;
- effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione fornendo anche i relativi indici di rilevanza applicati;
- indicazione dei soggetti coinvolti con particolare riferimento ad organi ed amministratori che hanno preso parte alle trattative;

---

<sup>56</sup> Estesa a quindici giorni qualora vi sia un cumulo di operazioni.

<sup>57</sup> Regolamento UE n. 596/2014, art. 17.

<sup>58</sup> Si veda *Regolamento operazioni con parti correlate*, Allegato 4.

- se trattasi di un'operazione derivante da una serie di operazioni concluse nel corso dell'esercizio cd. cumulative.

In sede di redazione di operazioni con parti correlate, posto che potrebbero esserci dei conflitti di interesse sottostanti alla decisione di attuare l'operazione, viene richiesta, in fase di trattative, la formazione di un comitato, se necessario appositamente istituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti<sup>59</sup> non correlati<sup>60</sup> o qualora non fosse possibile si prevede l'intervento di un esperto esterno.

Inoltre, qualora gli amministratori dovessero presentare un interesse specifico devono astenersi dalla votazione e darne appropriata notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale specificandone la natura, i termini e la portata. Nel caso in cui l'amministratore sia delegato deve altresì rinunciare a procedere con l'attuazione dell'operazione stessa<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> Art. 148, comma 3 del Testo Unico.

<sup>60</sup> Si veda *Regolamento operazioni con parti correlate*, Art. 3.

<sup>61</sup> Si veda art. 2391 Codice Civile.

## CAPITOLO 2

### **La contabilizzazione della fusione inversa: confronto tra principi nazionali ed internazionali**

SOMMARIO: 2.1 Aspetti contabili secondo i principi nazionali; 2.1.1 Fusione inversa con partecipazione totalitaria; 2.1.2 Fusione inversa con partecipazione non totalitaria; 2.2 Trattamento delle azioni proprie; 2.3 Aspetti contabili secondo i principi internazionali; 2.3.1 L'Acquisition Method; 2.3.1.1 Identificazione dell'aggregante; 2.3.1.2 Determinazione della data rilevante per l'aggregazione; 2.3.1.3 Rilevazione e valutazione delle attività identificabili assunte; 2.3.1.4 Determinazione del corrispettivo per l'acquisizione; 2.3.1.5 Rilevazione e misurazione dell'avviamento o dell'utile da buon affare.

---

Questo capitolo ha come obiettivo quello di esaminare la fusione inversa dal punto di vista contabile proponendo un confronto tra la disciplina nazionale e quella internazionale. In particolare, si analizzerà l'operazione conformemente a quanto disciplinato dal nostro ordinamento giuridico, sottoponendo all'analisi due casi tipici ovvero quello di fusione con partecipazione totalitaria e quello non totalitaria. I principi internazionali invece propongono due differenti modalità per contabilizzare le operazioni di aggregazione, distinte in base alla finalità perseguita. In particolare, verrà approfondito l'*Acquisition Method*, il quale viene applicato sia alle *Business Combination* "classiche" ma, in alcuni casi, anche a quelle concluse sotto comune controllo. Come vedremo in sede di contabilizzazione, emergeranno delle differenze che verranno gestite in modo differente a seconda dei principi contabili di riferimento.

#### **2.1 Aspetti contabili secondo i principi nazionali**

La fusione inversa, come già accennato nel precedente capitolo, si configura all'interno della famiglia delle fusioni "per incorporazione". Tali operazioni si caratterizzano per coinvolgere società che sono legate da un vincolo partecipativo presente già anteriormente alla fusione. Solitamente, nella fusione diretta, è la società che detiene la partecipazione a svolgere il ruolo di incorporante ma, nel caso specifico di fusione inversa, è invece la società controllata ad incorporare la controllante. A tal proposito, al fine di analizzare gli aspetti contabili sottostanti all'operazione, è opportuno distinguere due tipologie di fusione "partecipate":

- fusione tra società legate da un rapporto di partecipazione totalitario;
- fusione tra società legate da un rapporto di partecipazione non totalitario.

Di seguito illustriamo nello specifico le due casistiche appena sopra citate esaminando nel dettaglio anche eventuali differenze (da annullamento e da concambio) che emergono in sede di contabilizzazione dell'operazione.

### **2.1.1 Fusione inversa con partecipazione totalitaria**

La fusione inversa con partecipazione totalitaria presuppone che alla base vi sia un vincolo partecipativo totalitario ovvero che la società incorporata detenga il cento per cento della società che andrà ad incorporare, questo contempla l'ipotesi che non vi siano soci terzi coinvolti nella fusione.

Essenzialmente l'operazione può essere riassunta in due *step*<sup>62</sup>:

- primo *step*: implica che la società incorporante attui un aumento di capitale sociale pari al valore del patrimonio netto della società incorporata ante fusione. A seguito di tale acquisizione, la società incorporante si trova a possedere nel proprio portafoglio azioni proprie che dovranno essere immediatamente annullate o alternativamente, permanere nel patrimonio della stessa per un eventuale valutazione successiva.

- secondo *step*: prevede che l'incorporante, scegliendo di optare per l'annullamento delle azioni, proceda a eliminare le stesse in contropartita alla relativa quota di capitale e di riserve. Essendo in presenza di una partecipazione totalitaria, l'annullamento delle azioni proprie sarà pari alla quota integrale del capitale sociale dell'incorporante ante fusione.

Secondo quanto citato all'interno del principio contabile OIC 4<sup>63</sup>, anche in sede di fusione inversa emergono delle differenze mediante il processo di integrazione dei patrimoni delle società partecipanti alla fusione. La Commissione nell'esprimere tale opinione, parte dal presupposto che la fusione inversa sia in grado di generare, soprattutto a livello contabile, gli stessi effetti della fusione diretta e pertanto, in via analogica, sia opportuno riconoscere l'applicazione del medesimo trattamento della fusione "classica" (art. 2504-*bis* del Codice Civile). La differenza risiede solo nel "verso" dell'operazione o meglio nel soggetto che funge da incorporante nell'operazione straordinaria.

Le differenze emergenti, definite come differenze di fusione, possono essere di due tipi: da annullamento e da concambio.

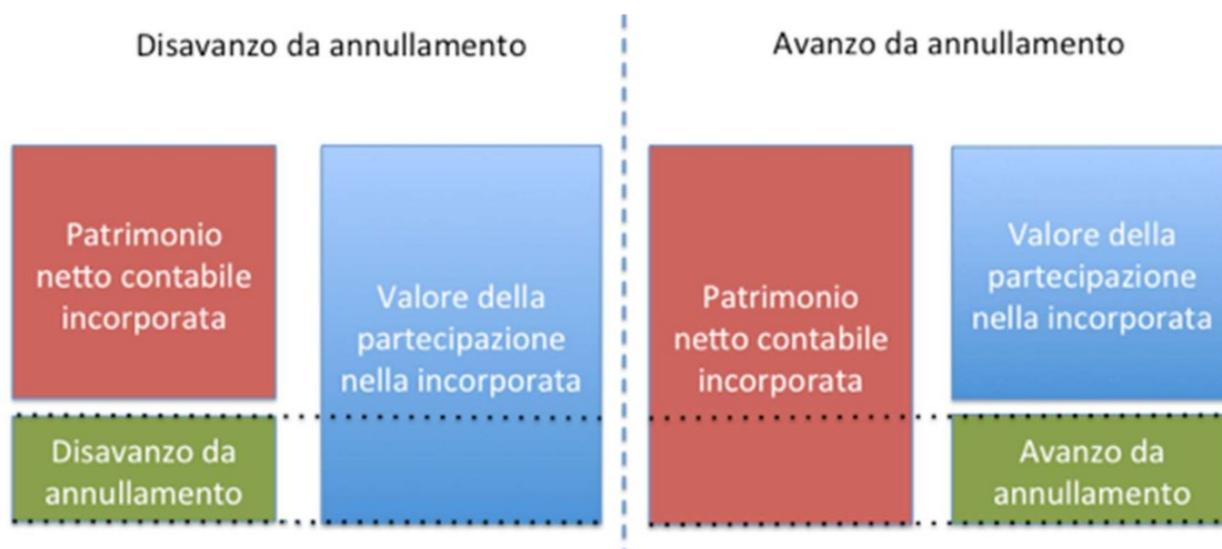
---

<sup>62</sup> Mancini M., *Le operazioni straordinarie d'impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 2020.

<sup>63</sup> Si veda OIC 4 *Fusioni e scissioni*, par. 4.6.

Focalizziamo ora la nostra analisi sulla prima tipologia ovvero la differenza da annullamento. Questa si verifica nel caso in cui risulti una divergenza tra il valore della quota di partecipazione posseduta dalla società incorporante e il valore del patrimonio netto dell'incorporata ante fusione. In particolare, si possono presentare le seguenti fattispecie:

- disavanzo da annullamento: il valore della partecipazione è maggiore del patrimonio netto della società incorporata determinando così una differenza positiva;
- avanzo da annullamento: il valore della partecipazione è minore del patrimonio netto della società incorporata generando così una differenza negativa.



*Figura 2 Disavanzo e avanzo da annullamento*

### Disavanzo da annullamento

Ai sensi dell'art. 2504-*bis* del Codice Civile, nel primo bilancio post fusione devono avere iscritte tutte le attività e passività ai valori risultanti dalle scritture contabili corrispondenti alla data di efficacia della fusione stessa. Questo presuppone che vi sia rispetto del principio di continuità dei valori attraverso la contabilizzazione delle diverse operazioni al valore fiscalmente riconosciuto *ante* fusione<sup>64</sup>, fatta eccezione per alcune elisioni che devono essere operate in fase di consolidamento. Se dalla fusione dovesse emergere un disavanzo, lo stesso dovrebbe essere imputato, dove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e per differenza ad avviamento<sup>6566</sup>.

<sup>64</sup> Confalonieri M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Il Sole 24Ore S.p.A., Milano, 2007.

<sup>65</sup> Tenendo in considerazione le condizioni citate all'interno dell'art. 2426, n.6.

<sup>66</sup> Art. 2504-*bis* del Codice Civile.

Tale normativa prevede che vi sia *in primis* una verifica della corrispondenza tra valore contabile iscritto a bilancio e valore corrente e qualora vi fosse effettivamente un maggior valore latente, effettuare la rivalutazione delle attività entro il limite del valore del disavanzo. La *ratio* della norma è quella di allineare i valori contabili con quelli fiscali al fine di incentivare l'emersione di valori latenti. Infatti, un prezzo di acquisto più alto della partecipazione potrebbe trovare giustificazione in un maggior valore corrente del patrimonio netto.

A tal proposito, il principio contabile OIC 4<sup>67</sup> evidenzia che, il ricorso alla contabilizzazione delle poste contabili a valori correnti debba considerare non solo il valore sussistente a tal data; il cd. *fair value*, ma anche stimare l'effettivo valore recuperabile soprattutto se dovesse risultare inferiore al valore corrente. In questo caso sarebbe necessario procedere alla registrazione di tale minor valore.

*In secundis*, è necessario valutare se l'eventuale ulteriore valore emergente possa essere attribuito ad avviamento. In particolare, affinché possa essere considerato tale devono sussistere alcune condizioni. Alternativamente, il maggior valore dell'attivo potrebbe essere dovuto a:

- Un costo esagerato sostenuto al momento dell'acquisto della partecipazione;
- Perdite accumulate negli anni dall'incorporata che non sono state considerate nella valutazione della partecipazione al momento del suo inserimento nel bilancio.

In queste due ipotesi non è quindi possibile assegnare gli eventuali valori eccedenti ad avviamento ma dovranno essere imputati a riduzione del patrimonio netto *post* fusione o alternativamente, alla voce di costo in conto economico (voce B14 "oneri diversi di gestione").

#### Avanzo da annullamento

L'avanzo da annullamento è un'ulteriore posta contabile che si genera in sede di integrazione dei patrimoni delle società coinvolte nella fusione. In particolare, in questo specifico caso il valore della partecipazione risulta inferiore rispetto al valore del patrimonio netto dell'incorporata.

Secondo quanto disciplinato dall'art. 2504-*bis* del Codice Civile, l'avanzo da fusione può presentare un duplice trattamento contabile:

- essere allocato all'interno dell'apposita voce del patrimonio netto denominata "Riserva avanzo di fusione" o alternativamente "Riserva di fusione";
- essere assegnato alla voce di fondi per rischi ed oneri così indicata "Fondo rischi per oneri e perdite da fusione".

La prima ipotesi trova rappresentazione nel caso di interpretazione positiva della posta contabile ovvero quando il valore economico dell'incorporata è effettivamente superiore al valore contabile della partecipazione annullata.

---

<sup>67</sup> Si veda OIC 4 *Fusioni e scissioni*, par. 4.4.3.1.

Tale fattispecie si presenta se sussiste almeno una delle seguenti condizioni:

- L'acquisto della partecipazione era avvenuto ad un prezzo particolarmente favorevole, probabilmente per esigenze di liquidità del venditore;
- I beni iscritti a bilancio erano stati assoggettati a rivalutazione, in osservanza delle leggi speciali, mentre la partecipazione non era stata allo stesso modo rivalutata;
- Si sono formate delle riserve di utili, nel periodo tra l'acquisto della partecipazione e l'effettiva fusione, che non sono state considerate al fine della valutazione della partecipazione, attuata mediante il criterio del costo.<sup>68</sup>

La seconda ipotesi invece presuppone che l'avanzo sia dovuto a risultati economici sfavorevoli, pertanto, si prevedono oneri o perdite future che andranno ad influenzare ed in particolare, a diminuire il valore della partecipazione. Tale differenza negativa di annullamento deve essere quindi iscritta nell'apposito fondo rischi e oneri da fusione ed è riconducibile ad un avviamento negativo dell'impresa (cd. *badwill*).

In linea con quanto previsto per il trattamento del disavanzo, anche per l'avanzo da fusione, il principio OIC 4<sup>69</sup> prevede di verificare, anteriormente all'iscrizione della riserva o del fondo, l'eventuale minor valore della attività o maggior valore delle passività iscritte nel bilancio dell'incorporata e procedere alla rideterminazione delle stesse.

#### Confronto con le differenze da consolidamento

Merita un breve approfondimento la trattazione delle differenze che emergono in sede di consolidamento<sup>70</sup>. Infatti, quest'ultime presentano delle analogie con la disciplina appena sopra citata in materia di fusione. In particolare, si rileva in entrambi i casi una differenza calcolata dal confronto tra il valore della partecipazione iscritta a bilancio e il patrimonio netto della società incorporata. La differenza principale invece si evince nel caso di costituzione del fondo per rischi ed oneri. Più precisamente, il principio contabile OIC 17 che disciplina le operazioni del consolidato prevede che l'utilizzo del fondo avvenga a prescindere dall'effettiva manifestazione delle perdite attese, rilevando un provento che troverà esposizione in conto economico sotto forma di un piano di ammortamento (stabilito *ex ante*). L'OIC 4 invece contempla l'utilizzo del fondo negli esercizi successivi solo al realizzarsi dell'effettiva perdita (*ex post*).

---

<sup>68</sup> Tale problematica non sarebbe emersa qualora la partecipazione fosse stata valutata con il metodo del patrimonio netto. (Sostero E., *I principi contabili per il bilancio d'esercizio*, Egea, 2018)

<sup>69</sup> Si veda OIC 4 *Fusioni e scissioni*, par. 4.4.3.2.

<sup>70</sup> Disciplinate dall'art. 33 del D. Lgs. 127/1991 e interpretate dall'OIC 17.

Al fine di allineare le due discipline, è preferibile applicare la prima soluzione, ovvero quella proposta dal principio OIC 17 in quanto consente di identificare a priori il piano di utilizzo del fondo e allo stesso tempo essere applicato per analogia anche all'operazione di fusione.

### 2.1.2 Fusione inversa con partecipazione non totalitaria

A differenza della fusione inversa totalitaria, quella non totalitaria presenta un rapporto partecipativo *ante* fusione limitato ad una sola parte del capitale sociale, pertanto, in questa ipotesi verranno coinvolti anche i soci terzi, i quali riceveranno in cambio azioni della società incorporante.

Di conseguenza, l'operazione prevede l'attuazione di due passaggi:

- Annullamento della relativa quota di partecipazione già anteriormente detenuta dalla società incorporante in corrispondenza alla frazione di patrimonio netto della società incorporata;
- Aumento di capitale sociale dell'incorporante pari alla parte concambiata con i terzi per consentire un equo scambio.

In sede di contabilizzazione dell'operazione si vengono quindi a formare differenze da fusione sia da annullamento che da concambio, come di seguito rappresentate:

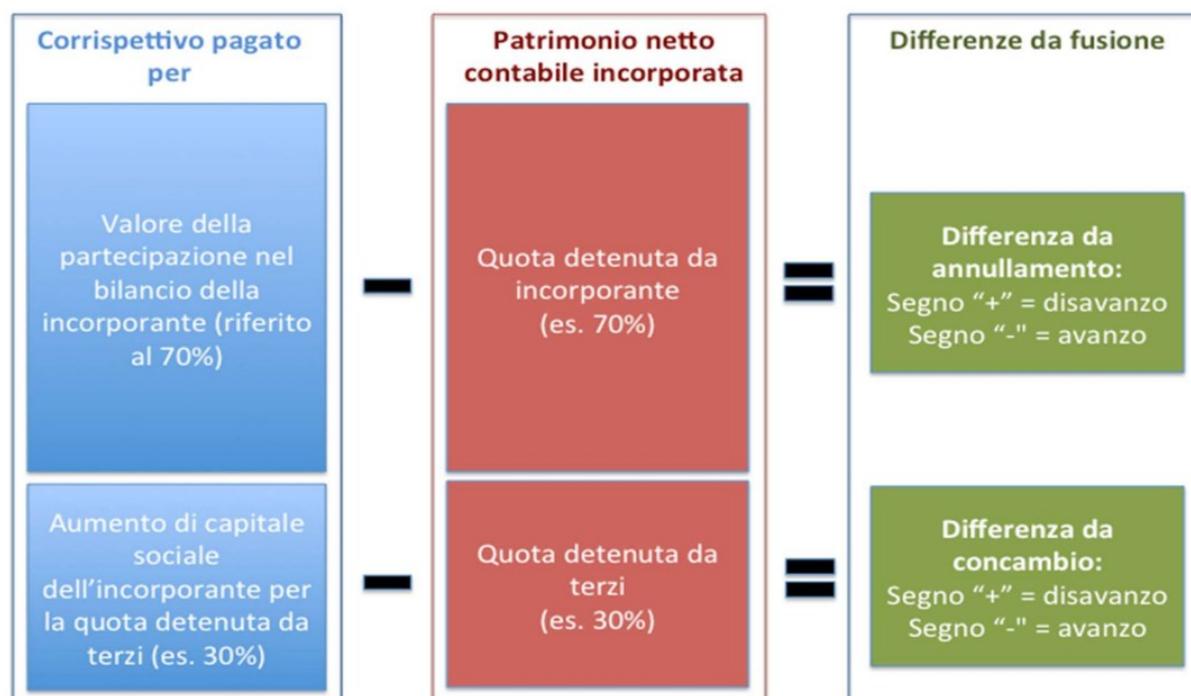


Figura 3 Differenze da annullamento e da concambio

In particolare, vi sarà:

- Una differenza da annullamento in corrispondenza del valore differenziale tra l'annullamento della partecipazione detenuta dall'incorporante e la rispettiva frazione del patrimonio netto;

- Una differenza da concambio determinata come differenza tra la parte di patrimonio netto detenuta dai terzi e l'aumento di capitale sociale effettuato per consentire il corretto concambio rispetto al valore economico apportato<sup>71</sup>.

Relativamente a quanto sopra appena citato, le differenze da annullamento sono già state illustrate in sede di fusione con partecipazione totalitaria, pertanto, si fa rinvio a quanto detto poco sopra nel paragrafo relativo alle “differenze da annullamento”. In questa sede si vuole invece approfondire le differenze che emergono in caso di concambio.

Le differenze da concambio dipendono essenzialmente da due fattori<sup>72</sup>:

- Dalla mancata corrispondenza tra valori economici alla data di fusione e valori contabili ai quali sono iscritti i patrimoni netti delle società coinvolte;
- Dal rapporto tra il capitale sociale dell'incorporante e il patrimonio netto dell'incorporata alla data di efficacia della fusione.

Secondo una prima analisi superficiale, esse sembrano non assumere un segno definito ma casuale in linea con gli importi assunti dai capitali economici delle due società coinvolte nella fusione. Per questo motivo, un'autorevole corrente di pensiero della dottrina italiana, afferma che la differenza da concambio non possa essere denotata del significato economico proprio in ragione della mancanza di correlazione con il valore reale dell'azienda. In tal caso la differenza che emerge viene invece considerata un mero bilanciamento contabile che non trova corrispondenza con il maggior valore dell'attivo o con l'eventuale avviamento generato<sup>73</sup>.

Nel dettaglio, le differenze da concambio possono manifestarsi secondo due modalità:

- Disavanzo da concambio: l'aumento del capitale sociale effettuato dall'incorporante è maggiore rispetto al patrimonio netto apportato dall'incorporata determinando così una differenza positiva;
- Avanzo da concambio: l'aumento del capitale sociale effettuato dall'incorporante è minore rispetto al patrimonio netto apportato dall'incorporata determinando così una differenza negativa.

---

<sup>71</sup> Il concambio si determina come rapporto tra i patrimoni netti delle società coinvolte espressi a valore economico.

<sup>72</sup> Si veda OIC 4, 2006, 28.

<sup>73</sup> Di questa opinione: Perotta R., *Le differenze di fusione e scissione: natura, significato economico e conseguente rappresentazione secondo profili aziendalistici e civilistici*, Rivista dei dottori commercialisti, n.3, 2006, pag. 538; Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, Torino, 2016.



**Figura 4 Disavanzo e avanzo da concambio**

### Disavanzo da concambio

Anteriormente all'entrata in vigore della nuova riforma del diritto societario<sup>74</sup>, la dottrina preferiva distinguere il trattamento del disavanzo da annullamento da quello da concambio contestando la possibilità a quest'ultimo, posto come detto la propria natura casuale, di poter accogliere il maggior valore dei beni dell'incorporata e l'eventuale avviamento. La soluzione predisposta dalla disciplina civilistica prevedeva quindi di imputare il disavanzo generato a riduzione, per quanto possibile, delle riserve disponibili o eventualmente, procedere con l'iscrizione di una perdita.

Ad oggi, la posizione della dottrina è totalmente cambiata soprattutto a seguito della nuova riforma societaria istituita dal Decreto Legislativo n. 06/2003 e dalla presa di posizione dell'OIC 4 in materia. È possibile, infatti, dimostrare che non vi è casualità nelle differenze da concambio se la fusione coinvolge società indipendenti.<sup>75</sup>

A tal proposito, è intervenuto l'Organismo Italiano della Contabilità con il principio OIC 4<sup>76</sup>, dove si chiarisce che, in conformità al principio di prevalenza della sostanza sulla forma, il disavanzo così generato può “ *essere imputato, dove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e, per la differenza e nel rispetto delle condizioni previste dal numero 6 dell'articolo 2426, ad avviamento*”, come già previsto dall'art. 2504-bis del Codice Civile per il disavanzo da annullamento. Unica differenza risiede nell'obbligo di predisporre una relazione di stima del patrimonio netto della società incorporata ai sensi dell'art. 2343 del Codice Civile<sup>77</sup>.

<sup>74</sup> Decreto legislativo del 17 gennaio 2003, n. 6.

<sup>75</sup> Santesso E., Sostero U., *Il trattamento contabile del disavanzo da concambio*, Rivista dei dottori commercialisti, n.2, 2008.

<sup>76</sup> Si veda OIC 4 *Fusioni e scissioni*, 4.4.3.1.

<sup>77</sup> Massima del 15 novembre 2005, n. 72, Consiglio Notarile di Milano.

### Avanzo da concambio

La disciplina dell'avanzo da concambio è in linea con quanto già predisposto per l'avanzo da annullamento, infatti, si contempla l'applicazione dell'art. 2504-bis del Codice Civile che cita: *“se dalla fusione emerge un avanzo, esso è iscritto ad apposita voce di patrimonio netto, ovvero, quando sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce dei fondi per rischi ed oneri.”*

Come nel caso di avanzo da annullamento, anche per quello da concambio è necessario verificare *in primis* un eventuale valutazione poco prudente delle poste attive e passive andando così a ridurre il valore delle poste già iscritte a bilancio per l'ammontare pari alla parte non recuperabile e successivamente, attribuire l'eventuale eccedenza a riserva o al fondo per rischi ed oneri, in base alle condizioni.

Inoltre, il principio contabile OIC 4, dichiara che l'avanzo da annullamento e da concambio possono essere iscritti sotto un'unica voce qualora abbiano natura di riserva. Di conseguenza, si può affermare che gli avanzi da concambio possono formare oggetto di compensazione del disavanzo da annullamento nell'ipotesi in cui siano soddisfatte le seguenti condizioni<sup>78</sup>:

- Il disavanzo da annullamento è attribuibile a perdite pregresse o ad un eccessivo costo sostenuto e si decide di utilizzarlo in compensazione con eventuali riserve di patrimonio netto;
- Gli avanzi da concambio sono destinati a riserve di patrimonio netto, utilizzate a compensazione del disavanzo esposto secondo i criteri di cui al punto precedente.

In tutti gli altri casi invece non sarà possibile optare per la compensazione tra avanzi e disavanzi, pertanto, sarà opportuno allocare gli stessi in modo indipendente.

### Confronto con differenze da consolidamento

Nel caso di fusione con partecipazione non totalitaria sussiste una principale differenza in sede di allocazione dei maggior/minori valori emergenti tra la disciplina del consolidato e quella della fusione. L'OIC 4 infatti non disciplina esplicitamente la fattispecie di allocazione del disavanzo nel caso di partecipazione non totalitaria mentre l'OIC 17, in materia di consolidato, prevede che la rivalutazione delle attività sia possibile solo per la quota detenuta dalla controllata/incorporante e la restante allocata ad avviamento. Il quesito da porsi è se sia opportuno procedere con la tecnica indicata dall'OIC 17 in sede di consolidamento oppure se si possano rivalutare le attività fino alla saturazione della capienza (comprensiva quindi delle quote detenute dai soci terzi) e solo per l'eccedenza ad avviamento.

In assenza di una posizione ufficiale da parte del legislatore, è preferibile applicare la prima soluzione contabile proposta ovvero quella del principio contabile OIC 17 al fine dare una rappresentazione

---

<sup>78</sup> Si veda OIC 4 *Fusioni e scissioni*, 4.4.3.2.

veritiera e corretta nonché di garantire la continuità contabile, soprattutto se si è già in presenza di un bilancio consolidato. Nel caso di fusione con partecipazione non totalitaria si andrà quindi ad allocare il disavanzo alle attività ma solamente per la quota di possesso dell'incorporante (escludendo la pertinenza dei terzi che verrà invece espressa a valori contabili) e per la restante parte ad avviamento.

## 2.2 Trattamento delle azioni proprie

Proseguendo l'analisi contabile dell'operazione, si nota che, sia nel caso di fusione inversa con partecipazione parziale che in quella totalitaria, l'incorporante si trova ad avere iscritte nel bilancio *post* fusione delle azioni proprie. Per questa ragione risulta necessario valutare il trattamento contabile da applicare alle medesime ed esaminare eventuali vincoli normativi per permetterne la permanenza in bilancio.

Anteriormente all'introduzione del Decreto Legislativo n. 139 del 2015, le azioni proprie venivano iscritte nell'attivo di bilancio a seconda della destinazione tra le immobilizzazioni o alternativamente, nell'attivo circolante e contemporaneamente veniva inserita nel patrimonio netto una riserva indisponibile pari allo stesso ammontare dell'attivo di bilancio. L'introduzione della nuova disciplina ha apportato alcune modifiche in merito all'esposizione delle azioni proprie a bilancio prevedendo esclusivamente l'iscrizione delle stesse direttamente nel patrimonio netto della società incorporante attraverso la costituzione di un'apposita riserva con segno negativo che andrà a diminuire il patrimonio netto<sup>79</sup>.

In merito ai possibili vincoli normativi imposti per l'iscrizione, si rinvia all'art. 2357 del Codice Civile, il quale individua i seguenti limiti:

- La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato;
- L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale provvede a determinare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata e il corrispettivo;
- Il valore nominale delle azioni acquistate dalla società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la quinta parte del capitale sociale;
- Le azioni acquistate in violazione delle già menzionate disposizioni devono essere cedute secondo le modalità determinate dall'assemblea entro un anno dal loro acquisto.

Tuttavia, tali limitazioni non trovano applicazione, ai sensi dell'art. 2357-*bis* del Codice Civile, nel caso in cui l'acquisto delle azioni avvenga come conseguenza di un'operazione di fusione o di

---

<sup>79</sup> La dottrina si è molto dibattuta negli anni in merito a questa modalità di contabilizzazione; a favore si veda l'interpretazione del 13 maggio 1999 del Tribunale di Milano. Di opinione contraria la dottrina: Salafia V., *Acquisto di azioni proprie e iscrizione nel bilancio di esercizio di una società*, Le Società, 1998, pag. 1048.

scissione. In particolare, in tal caso la norma consente di estendere da uno a tre anni il termine entro il quale alienare le azioni proprie, dal momento del loro acquisto.

La giurisprudenza si è però posta il problema di capire se la disciplina delle azioni proprie, appena sopra citata, potesse trovare applicazione anche in sede di fusione inversa.

A questo proposito si sono sviluppati due orientamenti distinti:

- Un primo orientamento<sup>80</sup> in cui, mediante la fusione, si configura un vero e proprio acquisto di azioni proprie dove è pertanto necessario procedere alla costituzione di un'apposita riserva pari al valore delle azioni detenute, ai sensi dell'art. 2357-ter del Codice Civile. Di conseguenza, condizione necessaria per poter attuare la fusione inversa è che vi sia un patrimonio netto capiente in termini di riserve disponibili o utili non distribuiti;
- Un secondo orientamento<sup>81</sup> sostiene invece che nel caso di fusione inversa non si possa parlare di azioni proprie e quindi non sia applicabile la disciplina di cui all'art. 2357-ter del Codice Civile.

Inoltre, è necessario capire come debbano essere trattate contabilmente le azioni proprie che si sono create in sede di fusione inversa. Secondo gli orientamenti maggioritari della dottrina<sup>82</sup>, al fine di ovviare a tale problematica, si prevede la possibilità di procedere secondo tre modalità differenti:

- Mantenimento delle azioni proprie a bilancio;
- Annullamento immediato delle azioni proprie;
- Assegnazione ai soci delle azioni proprie.

#### Mantenimento delle azioni proprie a bilancio

La prima ipotesi risulta essere quella più facile in termine di applicazione in quanto le azioni proprie, che in precedenza erano detenute dall'incorporata, ora sono iscritte nel bilancio *post* fusione<sup>83</sup> della società incorporante e registrate in un'apposita riserva denominata come "riserva da azioni proprie"<sup>84</sup>. Tale proposta si configura come un vero e proprio acquisto di azioni proprie la cui rilevazione in bilancio deve avvenire non al momento della delibera di fusione, ma quando questa ha efficacia perché è da questo istante che si genera il presupposto necessario per poter procedere con la

---

<sup>80</sup> Tribunale di Milano, Decreto del 4 maggio 1999, con nota anche di M.S. Spolidoro in *Le Società*, n. 3/2000.

<sup>81</sup> Corte di Appello di Venezia, Sentenza del 14 dicembre 1995.

<sup>82</sup> Documento Aristeia n.79 "*Aspetti contabili della fusione inversa*".

<sup>83</sup> Caratozzolo M., *I criteri di formazione del bilancio post fusione: interpretazione dell'art. 2504-bis, comma 4 c.c.*, *Le Società*, n.12/2004.

<sup>84</sup> Ipotesi contemplata anche dalla Direzione Regionale delle Entrate per l'Emilia Romagna con Risoluzione del 02 maggio 2000, n. 25181 e con Interpello del 5 ottobre 2000, n. 23.

costituzione della riserva indicata di cui all'art. 2357-ter Codice Civile.<sup>85</sup> La scelta del mantenimento a bilancio delle azioni proprie però presenta comunque un vincolo relativo al limite, infatti, il valore nominale delle azioni proprie, come detto in precedenza, non può eccedere la quinta parte del capitale sociale e pertanto, sarà necessario procedere alla loro eliminazione per la quota eccedente tale limite entro tre anni dal loro acquisto.

#### Annullamento immediato delle azioni proprie

La seconda fattispecie contemplata è l'estinzione immediata delle azioni proprie contestualmente all'acquisizione della partecipazione. Tale modalità trova scarsa applicazione nella disciplina questo perché, secondo la Direzione Regionale dell'Emilia Romagna,<sup>86</sup> in tal caso non verrebbero a configurarsi delle vere e proprie differenze da annullamento, come nel caso di fusione diretta. Queste invece, sarebbero riconducibili a dei disavanzi/avanzi da concambio proprio per la natura dell'operazione<sup>87</sup>. In questo caso non è, pertanto, possibile imputare eventuali differenze emergenti a maggiori valori dell'attivo tanto meno ad un eventuale avviamento.

L'opzione di procedere secondo questa modalità consente di evitare la presenza di azioni proprie a bilancio, posto che sono state annullate prima del consolidamento dei conti, e la conseguente problematica del loro trattamento soprattutto in merito all'iscrizione di apposita riserva di cui all'art. 2357-ter del Codice Civile.

#### Assegnazione ai soci delle azioni proprie

Le prime due ipotesi sopra illustrate sono affiancate da un'ultima alternativa, condivisa dalla dottrina, la quale risulta essere più snella. Essa presenta la possibilità di assegnare le azioni proprie ai soci ed in particolare, ai soci della società incorporata, i quali ne erano già in possesso *ante* fusione. Essenzialmente, la procedura si sostanzia in tre fasi: una prima fase dove si procede con l'aumento di capitale sociale effettuato dall'incorporante nella misura del relativo capitale sociale apportato dall'incorporata/controllante. Successivamente, le azioni dell'incorporante vengono assegnate ai soci dell'incorporata in base al rapporto di concambio stabilito in sede di fusione. Infine, si eliminano le azioni proprie e si provvede alla contestuale riduzione del relativo capitale sociale.

Esso è preferibile nel caso di fusione inversa con partecipazione totalitaria perché evita un passaggio ovvero il ricorrere all'aumento di capitale ed al successivo annullamento contestuale delle azioni

---

<sup>85</sup> Si veda in dottrina: Garegnani G. M., *La fusione inversa*. Egea, Milano, 2002, pag. 52; Spolidoro M. S., *Incorporazione della controllante nella controllata e Leverage Buy Out*, *Le Società*, n. 1/2000, pag. 75, dove afferma che: "la costituzione di una riserva di azioni proprie non è condizione di legittimità della delibera di fusione".

<sup>86</sup> Risoluzione del 2 maggio 2000, n. 25181.

<sup>87</sup> Perotta R., *La fusione inversa. Disciplina interna e principi contabili internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2007.

proprie. Tuttavia, può essere applicata anche nel caso di fusione inversa non totalitaria con la differenza che, in questo caso, vengono assegnate parte delle azioni anche ai soci di minoranza. L'assegnazione avviene come un vero e proprio concambio tra azioni dell'incorporata e quelle dell'incorporante.

A differenza quindi della fusione diretta, dove l'art. 2504-ter del Codice Civile cita che *“la società che risulta dalla fusione non può assegnare azioni o quote in sostituzione di quelle delle società partecipanti alla fusione possedute, anche per il tramite di società fiduciarie o di interposta persona, dalle società medesime”* e che *“la società incorporante non può assegnare azioni o quote in sostituzione di quelle delle società incorporate possedute, anche per il tramite di società fiduciaria o di interposta”*. Nella fusione inversa vengono assegnate a prescindere le azioni proprie, quindi anche nel caso di socio unico, ai soci della società incorporata in funzione del concambio.

In conclusione, si può affermare che l'orientamento più condiviso è il secondo ovvero quello che non considera la fusione inversa come un'operazione di acquisto di azioni proprie. Lo stesso principio contabile OIC 4, all'interno del documento *“Fusioni e scissioni”* specifica che, la procedura più opportuna al fine di rilevare la fusione inversa sia la seguente:

- La società incorporante aumenta il proprio capitale sociale in misura corrispondente al patrimonio netto della società incorporata in modo da rispettare il concambio e le nuove azioni emesse dall'incorporante vengono assegnate contestualmente, in misura proporzionale alla quota già posseduta *ante* fusione, ai soci della società incorporata;
- Successivamente, l'incorporante iscrive nel proprio bilancio le attività e le passività dell'incorporata nonché le azioni proprie, già precedentemente detenute in essa dall'incorporata;
- Infine, l'incorporante annulla le azioni/quote proprie e allo stesso tempo provvede a ridurre il capitale sociale per un ammontare pari da riportare il quantum del patrimonio netto al valore precedentemente alla fusione.

Qualora dovessero emergere delle differenze (da annullamento) tra il valore contabile delle azioni proprie iscritte nell'attivo patrimoniale e la riduzione del relativo capitale sociale, queste verranno imputate a maggior valore dei beni ed eventualmente ad avviamento, nel caso di disavanzo, e a riserva di patrimonio netto in caso di avanzo.

## 2.3 Aspetti contabili secondo i principi internazionali

La disciplina dei principi contabili internazionali, come già accennato nel precedente capitolo, prevede una distinzione tra le aggregazioni che comportano un trasferimento del controllo e quindi comprese nelle *Business Combination* e quelle che sono considerate mere riorganizzazioni e che quindi non vi rientrano.

In line generale, l'IFRS 3 contempla l'applicazione di un unico metodo conosciuto come *Acquisition Method* per la rilevazione delle operazioni rientranti nelle *Business Combination*.

Le *Business Combination Under Common Control*, invece, come già enunciato, non sono disciplinate dal principio contabile IFRS 3 in quanto non riconducibili per loro natura a operazioni di *Business Combination*.

Ad oggi non vi è ancora una disciplina specifica di riferimento per quest'ultime aggregazioni, tuttavia, le linee guida proposte dall'ultima versione del *Discussion Paper* dello IASB, a seconda della casistica, ipotizzano l'utilizzo alternativamente dei seguenti criteri:

- l'*Acquisition Method*, mediante il quale gli elementi patrimoniali oggetto dell'aggregazione vengono rivalutati al *fair value*<sup>88</sup>;
- il *Book Value Method*, dove i valori delle società oggetto di aggregazione vengono iscritti in continuità di valori, in linea con quanto indicato nel bilancio anteriore all'operazione.

Posto che, l'*Acquisition Method*, risulta essere il metodo maggiormente adottato nelle procedure di aggregazione disciplinate dai principi contabili internazionali, si è scelto di approfondire esclusivamente tale metodologia.

### 2.3.1 L'Acquisition Method

L'*Acquisition Method* è il metodo principale riconosciuto dai principi contabili internazionali per la contabilizzazione delle *Business Combination* e, in fase di studio, anche per le operazioni di *Business Combination Under Common Control*. Tale criterio è di recente applicazione ed è andato a sostituire, dal 2008 con l'ingresso dell'*IFRS Revised*, il metodo dell'acquisto cd. *Purchase Method*<sup>89</sup> disciplinato dalla precedente versione dell'IFRS 3.

L'*Acquisition Method*, a differenza del metodo d'acquisto, viene applicato anche alle acquisizioni per le quali non è previsto il sostenimento di alcun costo ma soprattutto permette di contabilizzare il cd. *full goodwill*. Infatti, mentre il *Purchase Method* essendo costruito secondo la teoria della capogruppo

---

<sup>88</sup> *Fair value*: "il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione" (Si veda IFRS 3R, Appendice A- Definizioni).

<sup>89</sup> Il Board ha scelto di estendere l'applicazione di tale principio anche al caso di *Business Combination* che avvengono in assenza del sostenimento di un costo di acquisto, disciplina anteriormente non riconosciuta.

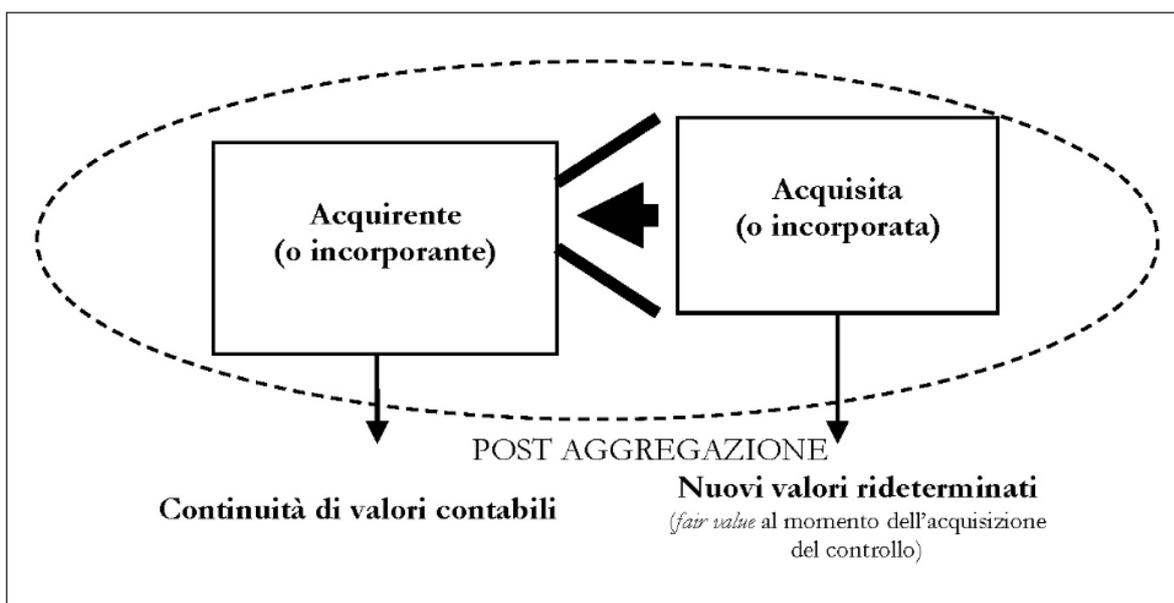
modificata, prevedeva la rilevazione dell'avviamento solo per la parte di pertinenza della controllante cd. *partial goodwill*<sup>90</sup>, l'*Acquisition Method* trova le proprie basi nella teoria dell'entità e pertanto predilige la rilevazione integrale dell'avviamento.

Il nuovo principio contabile indicato dall'IFRS 3 identifica, come si evince dal nome, l'entità aggregante quale figura acquirente dell'operazione. In aggiunta, l'adozione di tale criterio presuppone il rispetto di due principi fondamentali:

- La prevalenza della sostanza sulla forma ovvero rileva l'operazione effettuata, indipendentemente da quale essa sia (fusione, scissione, conferimento) e non lo strumento giuridico adottato per conseguirla;
- Il *fair value* quale metodo contabile impiegato nella procedura di contabilizzazione dell'operazione.

A seguito dell'operazione, infatti, il soggetto acquirente procede con l'iscrizione delle attività e delle passività aggregate incluse eventuali voci come, ad esempio, l'avviamento o i marchi, che non erano state registrate nel bilancio anteriore all'operazione. La differenza risiede nella modalità di contabilizzazione, infatti, i valori della società acquirente rimangono iscritti in continuità ai valori contabili *ante* fusione mentre quelli della società acquisita vengono rilevati *ex novo* utilizzando il *fair value* ovvero il valore di mercato al momento della loro acquisizione.

Di seguito uno schema che illustra brevemente le diverse modalità di contabilizzazione appena accennate.

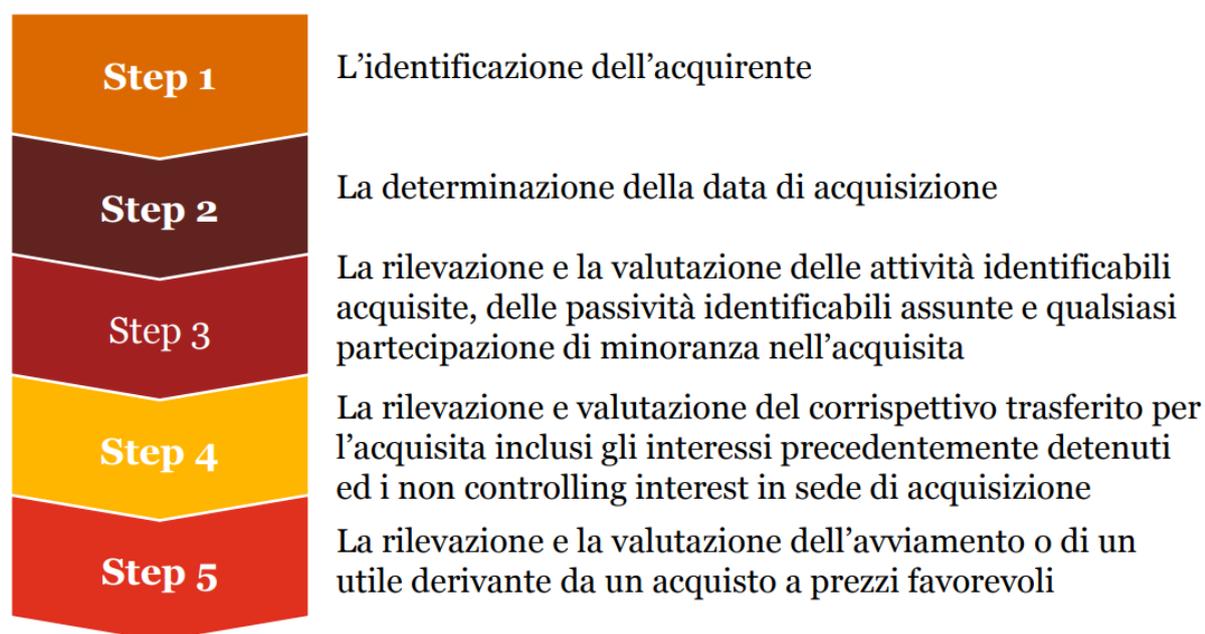


**Figura 5** Contabilizzazione dell'operazione di aggregazione

<sup>90</sup> Rinaldi, L., Sotti, F., *Il partial goodwill della «minoranza*, in Rivista dei dottori commercialisti, n. 4, 2015.

La procedura di contabilizzazione dell'operazione di *Business Combination*, secondo l'*Acquisition Method*, può essere riassunta in cinque fasi<sup>91</sup>:

- identificazione dell'acquirente;
- determinazione della data rilevante per l'aggregazione;
- rilevazione e valutazione delle attività e delle passività assunte;
- determinazione del corrispettivo per l'acquisizione;
- rilevazione e misurazione dell'eventuale avviamento o di utile derivante da buon affare (cd. *Purchase Price Allocation - PPA*).



*Figura 6 Step Acquisition Method*

Le fasi appena elencate coinvolgono solamente i valori degli elementi iscritti nel bilancio della società che è stata acquisita ai quali, come accennato, viene applicato il *fair value* in sostituzione del valore di bilancio mentre, le attività e passività iscritte nel bilancio dell'aggregante, non sono oggetto di valutazione in questa sede.

### 2.3.1.1 Identificazione dell'acquirente

L'identificazione del soggetto aggregante rappresenta la prima fase essenziale nell'applicazione dell'*Acquisition Method*. Infatti, è necessario individuare, tra le parti coinvolte nell'operazione, un soggetto che svolga il ruolo di acquirente. Quest'ultimo viene identificato, secondo il principio

<sup>91</sup> Dezzani F., Biancone P. P., Busso D., *IAS / IFRS*, Wolters Kluwer, Milano, 2019.

contabile IFRS 3, come il soggetto che, mediante l'operazione di aggregazione, ottiene il controllo<sup>92</sup> del complesso aziendale. A tal proposito, è necessario chiarire quale sia la definizione di controllo in questa specifica fattispecie, al fine di verificare se la figura dell'acquirente individuato rispetti i requisiti per l'applicazione.

I principi internazionali non forniscono in modo esplicito una definizione di controllo ma essa è intuibile dal principio contabile IFRS 10 "*Consolidated Financial Statements*", il quale disciplina il controllo in sede di bilancio consolidato ed in particolare, ne fornisce la seguente definizione: "*un investitore controlla un'entità oggetto di investimento quando è esposto a rendimenti variabili, o detiene diritti su tali rendimenti, derivanti dal proprio rapporto con essa e nel contempo ha la capacità di incidere su tali rendimenti esercitando il proprio potere su tale entità*".

Riassumendo quindi, un soggetto per detenere il controllo, deve possedere i seguenti tre requisiti<sup>93</sup>:

- Avere il potere sull'entità economica;
- Assumersi il rischio derivante dall'investimento effettuato;
- Utilizzare il proprio potere per influenzare i risultati economici.

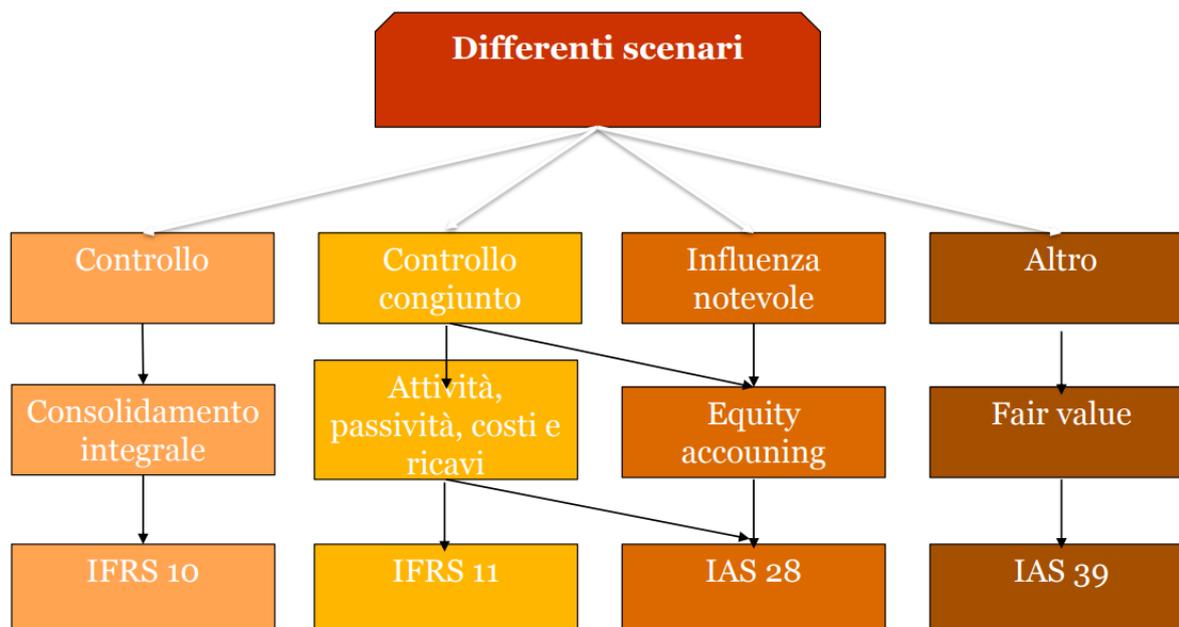


*Figura 7 Il controllo secondo IFRS 10*

In caso contrario, ovvero qualora l'acquirente non sia in possesso contemporaneamente delle caratteristiche appena citate, rientrerà in una fattispecie distinta da quella di controllo disciplinata da altri principi contabili internazionali come indicato in figura.

<sup>92</sup> Si veda IFRS 3R, Appendice A - Definizioni.

<sup>93</sup> IFRS 10 "*Consolidated Financial Statements*", par. 7.



*Figura 8 Differenti configurazioni di controllo*

Inoltre, secondo il principio contabile IFRS 3, l'acquirente può essere individuato tra i vari soggetti coinvolti in quanto è alternativamente colui che:

- Concretamente effettua l'acquisto e si fa carico dell'esborso monetario per il sostenimento dell'operazione;
- Emette le azioni o le quote a seguito dell'aggregazione;
- Presenta il maggior valore aziendale rispetto alle altre entità economiche coinvolte.

### **2.3.1.2 Determinazione della data rilevante per l'aggregazione**

Il secondo passaggio, determinante al fine di contabilizzare l'operazione di aggregazione, è l'identificazione della data di acquisizione ovvero il momento a partire dal quale viene riconosciuto, in capo alla società acquirente, il diritto di controllo nella società acquisita.

Tale data viene identificata nella cd. *closing date* che nel nostro ordinamento giuridico corrisponde alla data in cui avviene il pagamento del corrispettivo. Tale data è fondamentale per la predisposizione della contabilità dell'operazione perché individua l'istante in cui vengono rilevate in bilancio le attività e le passività della società acquisita. Pertanto, da questo momento, si realizza concretamente l'aggregazione tra le due entità economiche.

Tuttavia, non sempre la data di chiusura del contratto (cd. *closing date*) corrisponde con l'effettiva data di trasferimento del controllo, infatti, questa potrebbe essere anteriore o posteriore, quindi, è

necessario verificare la presenza di eventuali condizioni contrattuali stabilite dalle parti al momento della conclusione del contratto nonché tutti i fatti e le circostanze presenti.

Sicuramente, nel caso di un'operazione conclusa in un unico *step* l'identificazione della data risulta più facile perché, in questa fattispecie, il trasferimento del controllo, come già anticipato, avviene contestualmente al pagamento del corrispettivo. Diversamente, invece, quando si è di fronte ad un'acquisizione che avviene in diverse fasi (cd. *step acquisition*). Questa è una particolare tipologia di *Business Combination*, dove l'acquisizione comporta un processo più lungo e complicato, costituito da diverse operazioni indipendenti. Il soggetto acquirente detiene già una partecipazione minoritaria ma, solamente l'ultimo passaggio, gli consente di esercitare definitivamente il controllo sulla società acquisita e procedere di conseguenza, all'iscrizione delle attività, delle passività e dell'eventuale avviamento generato.

### 2.3.1.3 Rilevazione e valutazione delle attività e delle passività assunte

Successivamente all'identificazione dell'acquirente e alla determinazione della data, è necessario rilevare i nuovi *asset* acquisiti. Come anteriormente anticipato, infatti, la società acquirente provvede all'iscrizione dei valori delle attività e delle passività acquisite in sede di aggregazione aziendale al loro *fair value*.

Affinché tali voci trovino corretta rappresentazione all'interno del bilancio dell'acquirente devono sussistere due requisiti<sup>94</sup>:

- le attività<sup>95</sup> e le passività<sup>96</sup> devono rispettare la definizione individuata dal *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements* predisposto dallo IASB;
- le attività e le passività devono effettivamente costituire parte integrante del *business* acquisito e non essere singole transazioni.

Tali condizioni sono state poste con l'obiettivo di inserire nel consolidamento esclusivamente voci che rispettino i requisiti appena sopra elencati in modo da concordare con la normativa internazionale. Inoltre, la scelta di applicare quale metodo il *fair value*, è derivata dal fatto che risulta essere il metodo più opportuno per questo tipo di transazioni in quanto rappresenta in modo fedele i valori dell'operazione posta in essere nonché, è in grado di fornire agli operatori informazioni attendibili e rilevanti sui risultati economici della società derivante dalla combinazione aziendale.

---

<sup>94</sup> IFRS 3R, *Business Combination*, par. 11-12.

<sup>95</sup> Lo IASB definisce l'attività come segue: "Il beneficio economico futuro compreso in un'attività è il potenziale contributo, diretto o indiretto, ai flussi finanziari e mezzi equivalenti che affluiranno all'entità."

<sup>96</sup> Lo IASB definisce la passività come segue: "Una caratteristica essenziale di una passività è che l'entità abbia una obbligazione attuale. Un'obbligazione rappresenta un dovere o una responsabilità a comportarsi o ad agire in una determinata maniera. Le obbligazioni possono essere legalmente tutelabili in virtù dell'esistenza di un contratto o di una disposizione statutaria vincolante."

In sede di aggregazione, potrebbero emergere poi dei valori relativi solitamente a immobilizzazioni immateriali (*intangibles*) quali ad esempio marchi e brevetti che non erano stati precedentemente contabilizzati probabilmente perché generati internamente. A questo proposito, il principio contabile IFRS 3 specifica che, anche quest'ultime, debbano essere rilevate al *fair value* alla data di acquisizione del *business*. Da qui si ribadisce l'importanza della determinazione della data di acquisizione.

Non sono invece da contabilizzare, secondo il principio contabile IFRS 3 *Revised*, le attività e le passività considerate come "potenziali"<sup>97</sup>. Queste sono elencate all'interno del principio IFRS 37 "*Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*" il quale, indica in modo specifico i casi che sono riconducibili a tale fattispecie. In particolare, sono considerate passività potenziali:

- Un'obbligazione definita come possibile in quanto si è originata nel passato e ne sarà possibile accertare l'esistenza solo al verificarsi di uno o più eventi futuri incerti che non sono interamente sotto il controllo dell'entità;
- Un'obbligazione invece attuale poiché deriva da eventi passati ma che non è stata comunque rilevata perché:
  - i) non si prevede la necessità di impiegare ulteriori risorse al fine di adempiere all'obbligazione;
  - ii) l'importo dell'obbligazione non è stato determinato con sufficiente certezza.

Pertanto, sarà comunque necessario rilevare, alla data di acquisizione, tali obbligazioni qualora siano sorte per il tramite di eventi passati e presentino una valutazione al *fair value* determinata in modo attendibile.

Infine, nel caso in cui l'acquisizione non sia totalitaria e che quindi coinvolga anche soggetti terzi, risulta fondamentale annotare nel bilancio anche la parte di pertinenza del patrimonio netto dei soci di minoranza, le cd. interessenze di terzi. Questo perché, come indicato all'interno del paragrafo 19 del principio contabile IFRS 3, il nuovo principio contabile si basa sulla teoria dell'entità.<sup>98</sup> Essa riconosce il gruppo aziendale come un'unica entità dove convergono tutti i valori senza distinzione tra capogruppo e interessenze di terzi<sup>99</sup>.

Di conseguenza, le attività e le passività coinvolte nell'operazione di aggregazione dovranno essere consolidate integralmente, con l'obiettivo di rappresentare la nuova entità nel suo complesso.

La novità, rispetto alla precedente versione del principio contabile IFRS 3, risiede pertanto nel metodo di consolidamento adottato dall'*Acquisition Method*.

---

<sup>97</sup> Si veda IFRS 3R, *Business Combination*, par. 22-23.

<sup>98</sup> La teoria dell'entità costituisce una delle teorie applicate in sede di consolidamento le quali, sono volte ad identificare il metodo di consolidamento e il trattamento delle interessenze dei terzi. Essa si contrappone alla teoria della capogruppo.

<sup>99</sup> Sòstero, U., Cerbioni, F., Saccon, C., *Bilancio consolidato: Disciplina nazionale e IFRS*, McGraw-Hill Education, Milano, 2018.

Al fine della registrazione, infatti, viene applicato il metodo del *full goodwill* in sostituzione del *partial goodwill*. Quest'ultimo applicato seguendo la teoria della capogruppo modificata, rilevava solo la parte di pertinenza della maggioranza cd. capogruppo. Il *full goodwill* si basa invece sul consolidamento integrale dove l'avviamento è determinato come sommatoria tra la quota di pertinenza della capogruppo e quella dei soggetti terzi.

Il passaggio dal *Purchase Method* all'*Acquisition Method* ha, pertanto, cambiato in modo considerevole la prospettiva di analisi dell'operazione, passando dal distinguere la capogruppo dalle interessenze dai terzi, fino ad oggi dove la società risultante dalla combinazione aziendale, viene considerata come un unico complesso aggregato.

#### **2.3.1.4 Determinazione del corrispettivo per l'acquisizione**

Un ulteriore elemento rilevante, ai fini dell'acquisizione, risulta essere la determinazione del corrispettivo. Esso viene calcolato come la somma dei valori al *fair value*, alla data di chiusura del contratto, delle attività alienate e delle passività sostenute in cambio del controllo.

Si ricorda che, al fine della determinazione del corrispettivo, non sono compresi i costi sostenuti per l'operazione di acquisizione quali costi di consulenza dei periti, dei revisori ed in generale, degli *advisor* che andranno spesati in conto economico e non potranno essere capitalizzati<sup>100</sup>. Al contrario, i costi relativi per l'emissione delle azioni o degli altri strumenti rappresentativi del capitale, costituiscono parte integrante dell'operazione, di conseguenza, sono rilevati come costi per aumento di capitale e imputati a riduzione del corrispettivo.

Posto che, tale metodo può essere applicato anche in assenza di un corrispettivo trasferito, ai fini del calcolo del *fair value* per la determinazione del valore del business da acquisire, si può ricorrere a differenti metodologie di calcolo quali ad esempio il prezzo pagato per transazioni comparabili a quello preso in considerazione cd. *Market Approach*<sup>101</sup> o, alternativamente, utilizzando la tecnica del *Cost Approach*<sup>102</sup>.

---

<sup>100</sup> Questa è la principale differenza rispetto alla precedente versione dell'IFRS 3, il quale prevedeva che nel costo dell'aggregazione rientrassero, oltre al corrispettivo trasferito, anche i costi direttamente sostenuti per l'acquisto.

<sup>101</sup> *Market Approach*: questa tecnica valutativa consente di stimare il valore equo utilizzando prezzi applicati ad altre transazioni di mercato che coinvolgono attività e passività analoghe o comparabili. Solitamente viene utilizzato per valutare attività e passività finanziarie e proprietà immobiliari.

<sup>102</sup> *Cost Approach*: approccio attraverso il quale si stima il *fair value* in base all'importo che sarebbe richiesto per sostituire un'attività, assumendo che un operatore economico non sia disposto a pagare la stessa più del suo costo di sostituzione. Viene comunemente utilizzata per valutare determinate attività materiali e beni immateriali.

### 2.3.1.5 Rilevazione e misurazione dell'avviamento o dell'utile da buon affare

L'ultimo passaggio, prima di concludere con l'applicazione dell'*Acquisition Method*, è la "rilevazione e valutazione dell'avviamento o di un utile derivante da un acquisto a prezzi favorevoli"<sup>103</sup>. Tale procedura è conosciuta con il termine di *Purchase Price Allocation*.

In questa fase si procede a verificare se sussiste l'avviamento o eventualmente, il *gain for bargain purchase*, determinato come differenza tra il corrispettivo pagato per l'acquisto<sup>104</sup> e i valori delle attività e delle passività valutati al *fair value* in sede di aggregazione aziendale.

L'avviamento viene definito dai principi contabili internazionali come: "Una attività che rappresenta i futuri benefici economici risultanti da altre attività acquisite in un'aggregazione aziendale non individuate singolarmente e rilevate separatamente"<sup>105</sup>.

Pertanto, se la differenza tra il corrispettivo e il corrispondente valore aziendale al *fair value* risulta positiva vuol dire che si è generato avviamento (cd. *goodwill*). In questo caso, l'acquirente sta quindi offrendo un prezzo maggiore rispetto al valore aziendale calcolato secondo un metodo equo. Al contrario, qualora il prezzo pagato dovesse essere inferiore al valore al *fair value* della società acquisita, si determinerebbe una differenza negativa probabilmente legata ad un buon affare (cd. *gain for bargain purchase*). Tale ipotesi è poco consueta in quanto difficilmente il complesso trasferito viene valutato ad un *fair value* superiore rispetto al prezzo pagato, questo può accadere solamente in circostanze straordinarie. Tale differenziale viene iscritto come provento in conto economico nel bilancio derivante dalla procedura di consolidamento delle società coinvolte<sup>106</sup>.

Nel caso specifico delle acquisizioni realizzate sotto comune controllo è preferibile però non imputare tale differenziale a conto economico ma iscriverlo in un'apposita riserva di patrimonio netto.

In entrambe le alternative, è opportuno in ogni caso, prima di procedere con l'iscrizione dell'eventuale avviamento o del provento da buon affare, verificare che il *fair value* sia stato determinato in maniera corretta e che quindi non vi siano ulteriori valori latenti. Eventualmente, sarebbe necessario effettuare una nuova valutazione rideterminando i valori aggiornati a tal data.

Nella rilevazione dell'avviamento, va considerata sia la parte di pertinenza della capogruppo sia quella delle minoranze cd. interessenze dei terzi in linea con la teoria dell'entità applicata a seguito dell'adozione dell'*Acquisition Method*. A differenza del *Purchase Method*, dove veniva invece iscritto l'avviamento acquisito a titolo oneroso solamente dall'acquirente (cd. *partial goodwill*).

---

<sup>103</sup> IFRS 3R, *Business Combination*, par. 5.

<sup>104</sup> Già illustrato anteriormente nel terzo passaggio del processo di acquisizione secondo l'*Acquisition Method*.

<sup>105</sup> IFRS 3R, *Business Combination*, Appendice A – Definizione dei termini.

<sup>106</sup> IFRS 3R, *Business Combination*, par. 34.

Le due modalità di contabilizzazione troverebbero uguale rappresentazione solamente nel caso in cui vi fosse un'aggregazione totalitaria e quindi in assenza di soci di minoranza.

Si ricorda che, questa è l'unica modalità, secondo i principi internazionali, per far emergere l'avviamento in quanto questo non può essere rilevato se è stato generato internamente<sup>107</sup>. Inoltre, a differenza dei principi contabili nazionali, l'avviamento è considerato un bene a vita utile indefinita, pertanto, non viene ammortizzato ma è sottoposto ad *impairment test*<sup>108</sup> annuale con l'obiettivo di valutare se ci sono state delle modifiche in termini di valori soprattutto per verificare la presenza di perdite durevoli.

A conclusione della nostra analisi, a livello contabile, è possibile notare come la contabilizzazione dell'operazione di fusione secondo i principi nazionali conduca all'emersione sia di differenze da annullamento che da concambio in base alla tipologia di fusione attuata e quindi alla quota della partecipazione detenuta. Mentre la rilevazione dell'acquisizione, secondo i principi internazionali, porta alla formazione esclusiva di una differenza rappresentata dall'eventuale *goodwill* o alternativamente, dall'eccedenza negativa considerata "buon affare", determinata come differenziale tra corrispettivo pagato e *fair value* delle attività e delle passività della società acquisita.

---

<sup>107</sup> L'avviamento generato internamente non è rilevabile come un'attività perché non è una risorsa identificabile in quanto non è separabile, né può derivare da diritti contrattuali o altri diritti legali. (Si veda IAS 38, par. 48)

<sup>108</sup> Si veda IAS 36 *Impairment of assets*.

## CAPITOLO 3

### L'Operazione di Leveraged Buy Out (LBO)

SOMMARIO: 3.1 Posizioni dottrinali e giurisprudenziali prima della riforma; 3.2 Introduzione alla disciplina post riforma del 2003; 3.2.1 Modello a “due newco”; 3.3 Sostenibilità finanziaria dell'operazione 3.4 Individuazione della società target; 3.4.1 Analisi della società target: Due Diligence 3.5 Finalità e vantaggi dell'acquisizione; 3.6 Documenti necessari per l'attuazione; 3.7 Tutela degli stakeholders; 3.8 Riporto delle posizioni soggettive e diritto d'interpello; 3.8.1 Requisiti minimi; 3.8.2 Trattamento fiscale degli interessi passivi della società veicolo; 3.8.3 Trattamento fiscale delle perdite; 3.9 Verifica elusività dell'operazione.

---

La tematica principale che si vuole sviluppare in questo elaborato è l'operazione di *Leveraged Buy Out* anche conosciuta, nel nostro ordinamento giuridico, come “ *fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*” (art. 2501-*bis* del Codice Civile). Essendo questa un'operazione riconducibile alla famiglia delle fusioni inverse si è scelto, nei primi due capitoli, di analizzare anteriormente la fusione inversa sia sotto il profilo giuridico che contabile con l'obiettivo di fornire un'illustrazione completa di tale operazione. Alcuni di questi aspetti verranno poi ripresi all'interno del caso di studio di cui verrà data illustrazione nel prossimo capitolo.

### **3.1 Posizioni dottrinali e giurisprudenziali prima della riforma**

Prima della Riforma del Diritto Societario attuata nel 2003, l'operazione di acquisizione a seguito di indebitamento aveva riscontrato numerosi dubbi circa la sua ammissibilità posto che la sua applicazione costituiva una potenziale violazione del divieto di assistenza finanziaria, di cui all'art. 2358 del Codice Civile.

Tale fenomeno si è verificato a partire dai primi anni '90 quando tale tipologia di fusione ha iniziato a diffondersi in tutta Europa generando così un acceso dibattito in merito alla sua liceità. In un primo momento, infatti, la Corte di Cassazione<sup>109</sup> aveva sostenuto l'illiceità di tale operazione in quanto sorgeva l'ipotesi che la società acquisita ovvero la *target* fornisse, direttamente o indirettamente,

---

<sup>109</sup> Sentenza del 4 febbraio 2000, n. 5503.

garanzia finanziaria per l'acquisto delle azioni proprie<sup>110</sup>. L'illeceità veniva giustificata facendo rinvio all'art. 2358 del Codice Civile, il quale cita: “*La società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, se non alle condizioni previste dal presente articolo*”.

Secondo questo orientamento, pertanto, l'operazione di *Leveraged Buy Out*, già applicata a partire dagli anni '70 nel sistema statunitense, non poteva essere applicata anche in Italia per i motivi appena illustrati. Numerosi ulteriori orientamenti sia della dottrina<sup>111</sup> che della giurisprudenza<sup>112</sup>, sostenitori della tesi sostanzialistica, si sono espressi a favore di tale tesi confermando che, per il tramite dell'acquisizione, la società *target* si accollava il debito contratto dalla società acquirente per procedere all'acquisto delle proprie azioni. La fusione così attuata costituiva quindi negozio in frode alla legge poiché il risultato era sostanzialmente identico al debito contratto per l'acquisizione di azioni proprie. A tal proposito si sottolinea che, ai sensi dell'art. 1344 del Codice Civile, il contratto viene considerato nullo “*quando costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa.*” L'unica possibilità, al fine di ritenere lecita tale tipologia di operazione, era di darne giustificazione mediante valide ragioni<sup>113</sup> o alternativamente, dimostrare la “ragionevolezza” dell'uso della leva finanziaria<sup>114</sup>.

Un ulteriore filone, sostenitore della tesi formalistica, riteneva invece che non vi fosse sussistenza di violazione del divieto di cui all'art. 2358 del Codice Civile. Tale teoria trovava sostegno sotto diverse ragioni. *In primis*, non si verificava alcuna violazione di legge posto che, il nostro ordinamento giuridico non contiene alcuna norma che vieti il ricorso all'indebitamento, pertanto, la società acquirente è in ogni caso libera di indebitarsi per procedere con l'acquisto di azioni rappresentanti il capitale di un'altra società. In aggiunta, autorevole dottrina<sup>115</sup> affermava che sussisteva un generale divieto di sottocapitalizzazione e che quindi fosse necessario intervenire mediante apporti di terzi ogni qual volta la società presentasse un capitale sproporzionato rispetto alla propria attività di *business*.

*In secundis*, la società oggetto di acquisizione, non veniva coinvolta nei rapporti intercorrenti fra la banca finanziatrice e la società acquirente. Infatti, la delibera di fusione deliberata dalla

---

<sup>110</sup> Dezzani F., *Corte di Cassazione: il “leveraged buy out” (o LBO) è illecito*, Il Fisco, 34/2000 pag. 10543.

<sup>111</sup> Montalenti P., *Il leveraged buy out*, Milano, 1991, pag. 56.

<sup>112</sup> Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Società*, 2000, pag. 75, con nota di Spolidoro, Incorporazione della controllante nella controllata e “leveraged buy out”; Trib. Milano 4 maggio 1999, in *Società*, 2000, pag. 333, con nota di commento di Spolidoro, Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa.

<sup>113</sup> Trib. Milano, 13 maggio 1999, *Società*, 2000, pag.75.

<sup>114</sup> Si veda critica di Picone L.G., *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Milano, 2001, pag. 154.

<sup>115</sup> Portale G.B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzate*, Riv. soc., 1991, pag. 29 ss.

società bersaglio non è attuata con l'obiettivo di approvare il finanziamento richiesto alla banca finanziatrice per l'acquisizione ma è solamente volta all'attuazione della fusione tra le due società. Inoltre, mediante l'atto di fusione non viene creata alcuna specifica garanzia a favore delle banche finanziatrici, ma si ha unicamente l'integrazione tra i due patrimoni e a seguito della fusione, la *newco* si estingue e le azioni costituenti il capitale sociale della stessa vengono annullate.

Infine, si era inserita una terza corrente di pensiero<sup>116</sup>, che si poneva in una posizione intermedia rispetto alle prime due correnti, la quale sosteneva che non era possibile, a priori, definire la legittimità dell'operazione LBO e che quindi fosse necessario verificare caso per caso la sussistenza dei requisiti per configurare tale operazione come lecita o meno e soprattutto che fosse giustificata da effettive ragioni economico-finanziarie e non semplicemente attuata a scopo speculativo.

L'incertezza sulla liceità dell'operazione di *Leveraged Buy Out*, ampiamente dibattuta tra dottrina e giurisprudenza, ha costretto il legislatore ad intervenire con una disposizione *ad hoc* avente ad oggetto la regolamentazione della "*fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*" collocata all'interno della riforma del diritto societario del 2003.

### **3.2 Introduzione alla disciplina post riforma del 2003**

Con decreto legislativo del 17 febbraio 2003, il legislatore ha definitivamente normato la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento; oggetto di discussione tra dottrina e giurisprudenza per la violazione del divieto istituito dagli articoli 2357 e 2358 del Codice Civile. In particolare, l'articolo 7, comma 1, lett. d) della legge-delega del 3 ottobre 2001 n. 366, ha prescritto che: "*le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano la 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'art. 2358 del codice civile.*" La dottrina ritiene che, tale disposizione introdotta dal legislatore, possa configurarsi come una norma di interpretazione autentica volta a legittimare l'applicazione di tale istituto escludendo così la possibilità che quest'ultimo possa costituire violazione del divieto di *financial assistance*<sup>117</sup> di cui all'art. 2358 del Codice Civile<sup>118</sup>. Infatti, nel caso di *leveraged buy out*, viene meno qualsiasi riferimento diretto o indiretto con la società bersaglio posto che i rapporti coinvolgono esclusivamente

---

<sup>116</sup> Montalenti, *Il leveraged buy out*, Milano, Giuffrè, 1991 pag. 57 e ss.

<sup>117</sup> *Financial assistance*: il concetto viene tradotto nel nostro ordinamento giuridico come "assistenza finanziaria" e prevede qualsiasi tipo di garanzia ed in particolare quelle rilasciate sui debiti, in modo diretto o indiretto, dalle società agli stakeholders o ai soggetti terzi per l'acquisto di azioni proprie o quote di queste società.

<sup>118</sup> Spolidoro M. S., *Fusioni pericolose*, Rivista societaria, 2004.

la società neocostituita e i soggetti finanziatori. In sintesi, la società target è estranea al rapporto di debito tra *newco* ed ente finanziatore e pertanto, non concede prestiti né alla società acquirente per l'acquisto di proprie azioni, né formalmente presta garanzie. Il coinvolgimento del patrimonio della società *target* è solo una conseguenza della fusione per effetto della quale la società interposta si estingue.

In aggiunta, l'art. 6 del decreto legislativo del 17 febbraio 2003 ha introdotto all'interno del nostro ordinamento giuridico l'art. 2501-*bis* inserito nel Codice Civile volto a disciplinare in modo specifico la “*fusione a seguito di acquisizione mediante indebitamento*”.

L'operazione di *Leveraged Buy Out* normata, come appena citato, dall'art. 2501-*bis* del Codice Civile è stata inserita subito dopo l'art. 2501 che regola l'operazione di fusione cd. classica. La scelta di introdurla in questa sezione del Codice è stata pensata posto che, la fusione a seguito di acquisizione mediante indebitamento, come si può intuire dal nome, appartiene alla famiglia delle fusioni e quindi in linea di massima riconducibile a questa disciplina.

Secondo gli orientamenti societari, la disciplina della fusione a seguito di acquisizione mediante indebitamento si applica se sussistono i seguenti elementi<sup>119</sup>:

- Il controllo detenuto dalla società incorporante nell'incorporata ai sensi dell'art. 2359 Codice Civile o di altre norme di legge che individuano la sussistenza di un rapporto di controllo<sup>120</sup>;
- L'assunzione del debito da parte della società acquirente (solitamente società di nuova costituzione cd. *newco* appositamente creata per l'operazione) che ha l'obiettivo di assumere il controllo della società che andrà ad acquisire (cd. società *target*);
- La garanzia posta dalla società acquisita, mediante il proprio patrimonio, sul debito contratto dalla società acquirente per la realizzazione dell'acquisizione<sup>121</sup>.

Al ricorrere di questi presupposti la fusione viene quindi considerata un'operazione realizzata “a leva”. Essa presenta un grado maggiore di complessità rispetto alla classica operazione di fusione la cui procedura può pertanto essere riassunta nelle seguenti fasi<sup>122</sup>:

- Individuazione della società *target* che si intende acquisire;

---

<sup>119</sup> Orientamento n. L.B.1, Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie.

<sup>120</sup> Cass. civ. sez. V, Ord., 23 novembre 2018, n. 30404.

<sup>121</sup> Ai sensi dell'art. 2325 dopo la fusione il patrimonio dell'incorporata costituirà sempre garanzia generica dei debiti contratti dall'incorporante o potenziale fonte di rimborso di detti debiti.

<sup>122</sup> Documento 21 giugno 2005, n. 50, *La fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (Merger Leveraged Buy-Out)*, Documenti Aristeia.

- La società acquirente fa ricorso all'indebitamento<sup>123</sup> verso terzi al fine di acquistare la nuova società (di cui al punto precedente);
- Una volta avvenuto l'acquisto, il debito contratto con un istituto bancario (di cui al punto 2) viene rimborsato dalla società *target*.

La versione più frequente di *Leveraged Buy Out* è la *Merger Leveraged Buy Out*. Questa tipologia di fusione con indebitamento coinvolge tre soggetti distinti<sup>124</sup>:

- la società acquirente o *newco*;
- l'ente finanziatore del progetto di acquisizione;
- la società obiettivo cd. *target*.

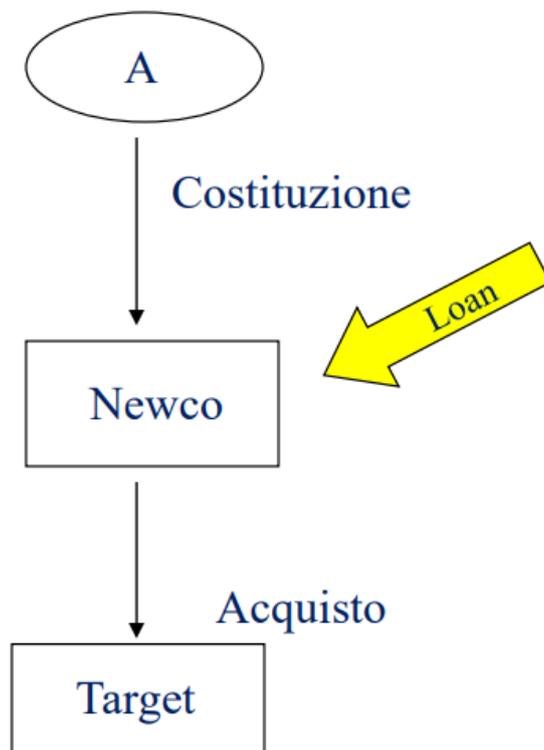
Di seguito vengono illustrate le diverse fasi della procedura di acquisizione.

---

<sup>123</sup> Risultano rilevanti, al fine di applicare l'art. 2501-*bis*, solo i debiti che determinano un eccessivo squilibrio e che quindi sarebbe stato ragionevole non contrarli (Massima n. 22 del 2011 dell'Osservatorio Societario del Consiglio Notarile dei Distretti Notarili Riuniti di Firenze, Prato e Pistoia).

<sup>124</sup> Cortesi A., Tettamanzi P., Ciovati F., Ghelfi G., Mancini C., *Esame di stato Dottori commercialisti ed esperti contabili 2021*, Wolters Kluwer, Milano, 2021.

Prima fase: costituzione *newco* e acquisto *target*



In questa prima fase, la società acquirente promotrice dell'operazione, costituisce una nuova entità cd. *newco* creata appositamente per attuare l'operazione di leva (cd. *leverage*). Essa è una società cd. a scatola vuota, priva di *assets* e con un capitale sociale modesto. Quest'ultima, si indebita nei confronti dei terzi per poter ottenere le risorse finanziarie necessarie per acquisire il controllo della società *target*.

Nella prassi, il finanziamento viene acceso poco prima di procedere alla stipula del contratto di acquisizione o, nel caso di società quotata il cui acquisto avviene mediante offerta pubblica, prima di procedere con il lancio dell'OPA<sup>125</sup>. Mentre l'erogazione avviene solitamente al momento del *closing* dell'acquisizione o una volta concluso il regolamento dell'OPA stessa. Il debito, nella maggior parte dei casi, è un finanziamento a medio-lungo termine in cui si prevede di procedere, già nel contratto, con la successiva fusione per incorporazione in modo da fornire in anticipo le dovute garanzie a sostegno. In altre rare situazioni, invece, si predilige l'accensione di un finanziamento a breve cd.

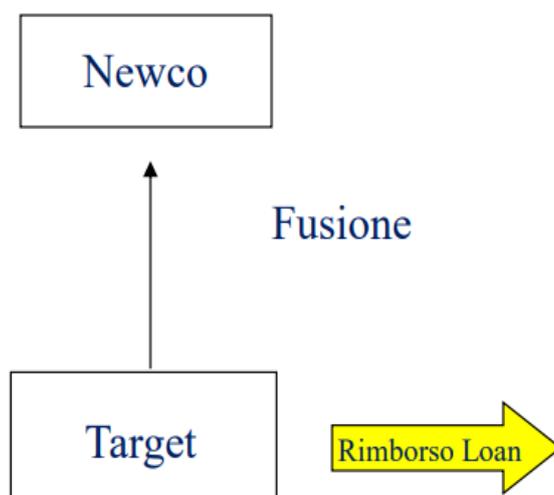
---

<sup>125</sup> OPA è una sigla che abbrevia il concetto di Offerta Pubblica di Acquisto dove si intende ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari.

*Bridge Loan* che sarà rimborsato subito dopo l'acquisizione della *target* mediante un ulteriore finanziamento cd. *Senior Loan*<sup>126</sup>.

Al fine di determinare il controllo, invece, la dottrina suggerisce il rinvio all'art. 2359 del Codice Civile dove per controllo si intende la capacità della società acquirente di influenzare la volontà della società acquisita a prescindere che questa venga esercitata per il tramite del controllo di diritto o alternativamente di fatto. Per controllo di diritto si fa riferimento alla situazione in cui una società detiene la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea ordinaria di un'altra società<sup>127</sup>. Mentre, il controllo di fatto, prevede che la società possieda i voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria dell'altra società<sup>128</sup>. In questo ultimo caso, si deve sostanzialmente verificare che, pur avendo una partecipazione minoritaria nel capitale sociale, si sia in grado di esercitare comunque un ruolo determinante a seguito dell'assenteismo delle maggioranze.

Seconda fase: fusione inversa e rimborso del debito



Una volta ottenuto il controllo della società bersaglio, viene attuata la fusione per incorporazione tra la società *newco* e la *target*. La fattispecie che trova maggiore riscontro è quella della fusione inversa questo perché, nella prassi, è solito riscontrare che sia la *target* ad acquisire la *newco*. In questo modo si crea l'unione tra i due patrimoni e pertanto, sarà la società *target* ad accollarsi i debiti

<sup>126</sup> Tron A., Clementi M., Luschi G., *Le operazioni di Leveraged Buy Out 2009*, Wolters Kluwer Italia, 2009.

<sup>127</sup> Si veda art. 2359 comma 1 del Codice Civile.

<sup>128</sup> Si veda art. 2359 comma 2 del Codice Civile.

posti in essere dalla società interposta<sup>129</sup>. Infatti, sarà proprio la società *target*, con i propri flussi di cassa futuri o alternativamente con la dismissione di alcuni *asset*, a rimborsarlo. Inoltre, funge da garanzia del debito contratto dalla *newco* attraverso il pegno posto sulle proprie azioni. L'operazione di *Leverage Buy Out* è pertanto un'operazione cd. realizzata a leva.

Il legislatore ha legittimato l'uso di tale operazione a patto che vengano rispettate delle specifiche cautele e obblighi di *disclosure* volti a tutelare i soci, in modo particolare quelli di minoranza e i soggetti terzi creditori. Tali formalità sono state istituite in quanto, essendo la società *target* a farsi carico del debito, i soci di minoranza vedono incrementare il rischio sull'investimento intrapreso e allo stesso tempo, aumenta il numero dei creditori che possono soddisfarsi su quel patrimonio riducendo così la possibilità per tutti di essere integralmente e tempestivamente soddisfatti.

### Tipologie di *Leveraged Buy Out*

Oltre all'operazione di *Merger Leveraged Buy Out*, è possibile individuare differenti tipologie di *Leveraged Buy Out* in base alla tecnica finanziaria utilizzata, tra cui vi sono:

- il *management buy out*, quando l'iniziativa viene intrapresa dai *manager* della società *target* con la finalità di assumere il ruolo di proprietari della stessa;
- il *family buy out* si verifica quando il controllo viene acquisito dai componenti di un nucleo familiare che è già in possesso di una partecipazione rilevante. La volontà è quella di mantenere la proprietà della società *target* nelle mani della stessa famiglia o comunque di un suo più ristretto numero di membri;
- l'*employee buy out*, si realizza quando sono i dipendenti stessi della società bersaglio a proporsi in qualità di compratori della società medesima;
- il *management buy in*, nell'ipotesi in cui l'acquisizione avvenga mediante un gruppo di *manager* esterni alla società *target*;
- l'*institutional buy out*, se l'operazione vede la partecipazione preponderante di soci che svolgono il ruolo di investitori professionali (cd. fondi di *private equity*);
- il *corporate buy out* è un'operazione che riguarda imprese appartenenti al medesimo gruppo societario con lo scopo di riorganizzare gli assetti patrimoniali;

---

<sup>129</sup> Montalenti, *Articolo 2501-bis, Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*, Il Nuovo Diritto Societario, Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, pag. 2312.

- il *fiscal buy out* si verifica quando le acquisizioni portate a compimento mediante "leva finanziaria" hanno come obiettivo vantaggi esclusivamente fiscali ed in particolare, il risparmio d'imposta.

### 3.2.1. Modello a "due newco"

L'operazione di *Leveraged Buy Out* può essere attuata anche mediante il modello cd. a due *newco*. Questa modalità risulta essere più complessa rispetto alla versione originaria in quanto, come si evince dal nome, prevede un procedimento più lungo, composto da due passaggi, dove vengono coinvolte due società veicolo al posto di una sola.

Tale modello, alla luce della nuova riforma del diritto societario, è privo di specifica normativa e quindi non è regolamentato dalla disciplina di cui all'art. 2501-*bis* in quanto viene meno il presupposto del ricorso al debito al fine di acquisire il controllo della società *target*. Infatti, in questo caso, l'operazione si manifesta in capo a due soggetti diversi. La prima società veicolo (*newco1*) contrae il debito ma è la seconda società veicolo (*newco2*) ad acquisire il controllo della società bersaglio.

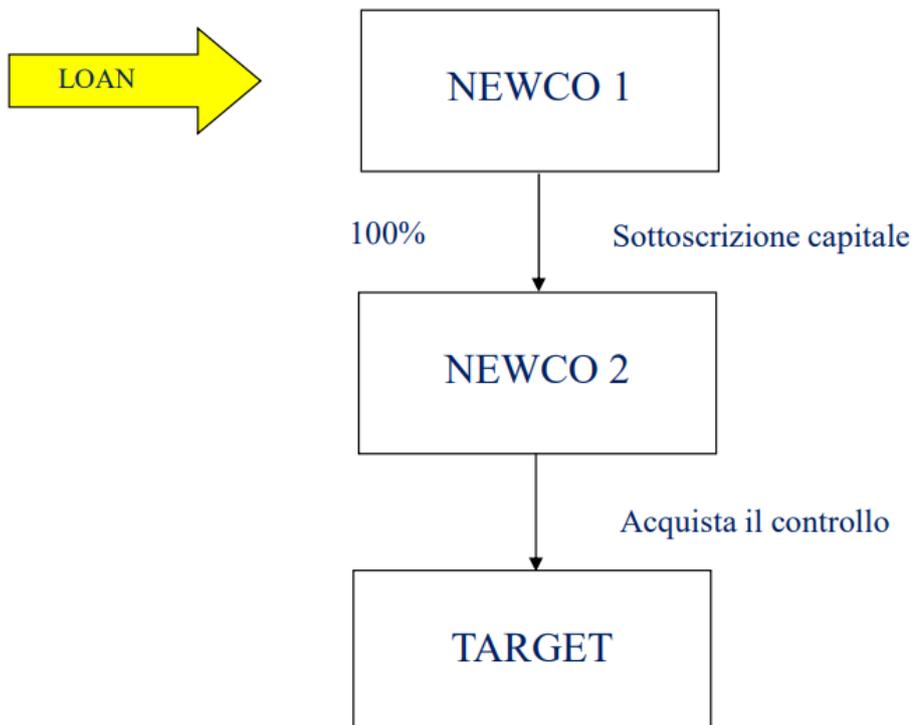
Il modello a "due *newco*" è stato però ampiamente riconosciuto dalla prassi come un'applicazione alternativa della fusione di acquisizione a seguito di indebitamento rispetto alla versione classica poiché consente di non violare l'art. 2358 del Codice Civile posto che è la *newco2* ovvero la società "capitalizzata" ad assumere il controllo e non quella "indebitata".

Tuttavia, tale modello presenta anche degli aspetti critici che possono essere riassunti nei seguenti punti, in particolare riguardano:

- la modalità di distribuzione delle riserve della *newco2* che delibera a favore della *newco1* dopo la fusione con la *target* perché, come illustrato in seguito, ne beneficiano sia i soci della *newco1* ma anche i soci di minoranza della società bersaglio;
- la configurazione dell'operazione come negozio in frode alla legge di cui all'art. 1344 del Codice Civile, in quanto posta in essere al fine di ovviare al divieto di cui all'art. 2358 Codice Civile e quindi potenzialmente elusiva.

Di seguito viene data illustrazione della procedura di attuazione della fusione sinora citata facendo particolare attenzione a quella di *Merger Leveraged Buy Out*.

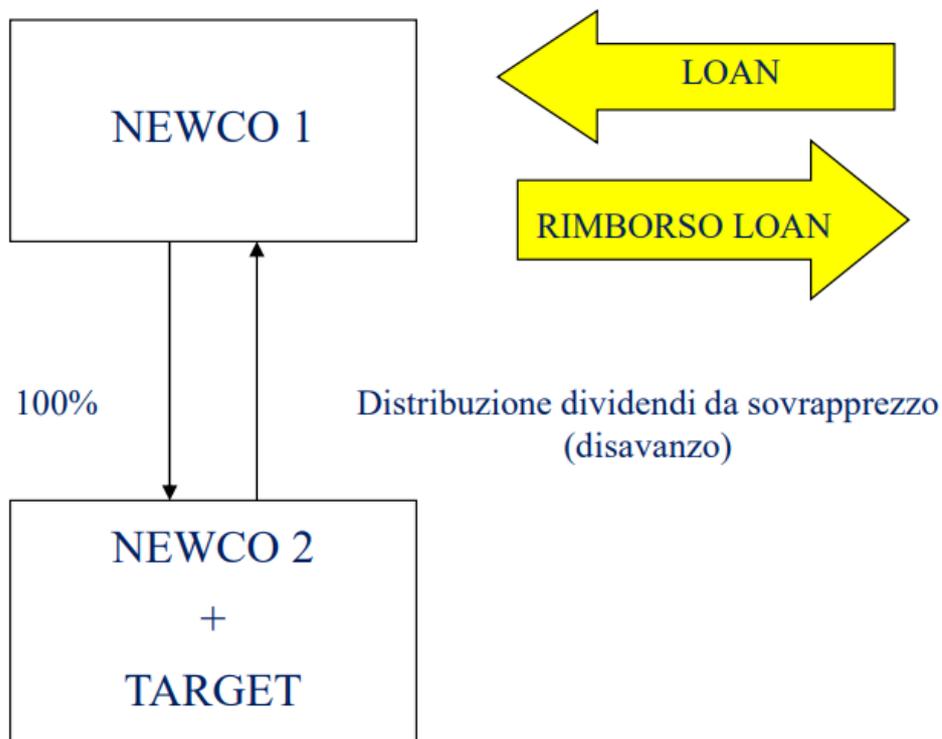
Prima fase: sottoscrizione capitale e acquisizione del controllo



*In primis*, si costituisce la prima società veicolo, cd *newco1*, la quale si impegna a contrarre il debito verso l'intermediario finanziario per procedere con l'acquisto della società bersaglio. Subito dopo, viene istituita una seconda società interposta, denominata *newco2*, la quale è partecipata totalmente dalla *newco1*. Quindi, in questo caso, le due società *newco* risultano essere una socia dell'altra.

I soci della prima società veicolo procedono a traslare le proprie risorse finanziarie nella seconda società veicolo destinando così la liquidità a riserva sovrapprezzo o semplicemente a titolo di capitale. In questo modo, ci si ritrova ad avere da una parte una società con all'interno molti debiti (*newco1*) mentre l'altra (*newco2*) altamente capitalizzata. Quest'ultima, pertanto, acquista il controllo della società bersaglio grazie alle finanze ottenute dalla prima società veicolo.

Seconda fase: fusione per incorporazione e distribuzione maxidividendo



Successivamente, si attua la fusione tra le due società ed in particolare, la *target* viene incorporata nella *newco2*. A seguito di questa operazione, la seconda società veicolo e la società bersaglio vengono congiuntamente rappresentate da una nuova entità, di cui la *newco1* ne esercita ancora il controllo, grazie alla propria partecipazione nella *newco2*.

In questo momento, la nuova struttura societaria si indebita a sua volta nei confronti delle banche per poter ripagare il prelevamento della riserva sovrapprezzo istituita anteriormente dai soci della *newco1*. Di conseguenza, quest'ultima riceve il maxidividendo e mediante questo ammontare estingue il finanziamento che aveva contratto a suo tempo per l'acquisizione della *target*.

L'obiettivo di tale operazione è, pertanto, quello di trasferire il debito assunto dalla *newco1* sul patrimonio della società bersaglio, come già avviene per le normali operazioni di *Merger Leveraged Buy Out* ma con la differenza che la traslazione del debito non è attuata principalmente come conseguenza dell'operazione di fusione in sé ma bensì per il successivo rimborso del debito contratto dai soci della *newco1*.

### 3.3 Operazione di finanza strutturata

La fusione *Leveraged Buy Out*, come si è visto poco sopra, rappresenta un caso tipico di operazione realizzata a leva dove viene fatto ricorso al finanziamento di terzi (solitamente banche) per l'acquisto di determinati beni o quote della società. Tale procedura è conosciuta nel mondo finanziario con il termine di *acquisition finance*. In base all'oggetto che l'acquirente intende acquistare, l'operazione può essere definita secondo due modalità alternative<sup>130</sup>:

- Se l'operazione coinvolge l'acquisto di beni (es. macchinari, marchi etc.) in possesso della società si parla di *asset deal*;
- Se invece si intende acquisire la partecipazione nel capitale sociale della società obiettivo, sia che questa sia totalitaria o maggioritaria, prende il nome di *share deal*.

Le due procedure differiscono nella loro complessità di attuazione e soprattutto nelle garanzie che devono essere rilasciate. Di seguito viene data breve illustrazione delle due tipologie di *deal* con l'obiettivo poi di focalizzarsi sulla fattispecie che prevede l'acquisto della partecipazione della società perché risulta essere quella più frequente nella prassi.

Nel caso di *asset deal*, come anticipato, l'acquisizione coinvolge direttamente un bene in possesso della società quale ad esempio un immobile, un marchio o l'azienda stessa. Questi, successivamente all'acquisizione, entreranno nel patrimonio del soggetto acquirente. La struttura di tali operazioni risulta essere particolarmente semplice in quanto si tratta di un bene specifico e non di un soggetto avente personalità giuridica (come nel caso di società). In questo caso vengono solitamente rilasciate garanzie differenti in base alla natura dell'oggetto di acquisizione. In particolare, sui beni immobili o mobili registrati viene rilasciato l'ipoteca mentre su quelli mobili non soggetti a registrazione si utilizza come garanzia il pegno.

Lo *share deal*, invece, risulta avere un maggiore grado di complessità *in primis* perché coinvolge un soggetto giuridico, centro di imputazione di interessi giuridicamente rilevanti, nel quale risulta più difficile identificarne le passività attuali e potenziali. *In secundis* poiché, in sede di acquisizione, è opportuno accertare l'origine dell'oggetto di acquisizione al fine di applicarvi la disciplina corretta in base alla fattispecie in esame.

In termini di garanzie, in questo caso, suole fungere da garante la società *target* con il proprio patrimonio ovviamente nei limiti previsti dall'art. 2358 del Codice Civile che, come abbiamo avuto

---

<sup>130</sup> Origoni Studio Legale, *Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati*, Wolters Kluwer Italia, 2022.

modo di approfondire all'inizio del seguente capitolo, è stata materia di dibattito da parte della dottrina e della giurisprudenza soprattutto anteriormente all'entrata in vigore della riforma del diritto societario.

I soggetti acquirenti, sia che l'operazione venga svolta tramite *asset deal* o *share deal*, rientrano solitamente in due categorie<sup>131</sup>:

- Società operative che scelgono di attuare l'acquisizione con l'obiettivo di creare sinergie ma non solo, anche di integrare il proprio *business* mediante nuove linee di prodotto o l'espansione in nuovi mercati.
- Investitori finanziari cd. *private equity*, i quali effettuano l'acquisizione con scopi meramente finanziari ovvero procedono all'acquisto della società bersaglio al fine di potenziare la crescita della stessa per poi rivenderla non appena il valore di mercato ha raggiunto l'obiettivo prefissato.

Dall'altro lato, anche la società obiettivo, oggetto di fusione, deve possedere determinati requisiti al fine di garantire la corretta realizzazione dell'operazione.

### 3.4 Individuazione della società target

La scelta della società *target* è uno *step* fondamentale al fine di garantire la buona riuscita dell'operazione realizzata a leva. La società bersaglio dovrà infatti farsi carico del debito contratto dalla società acquirente e pertanto, presentare una struttura finanziaria solida e soprattutto un'elevata capacità di generare flussi di cassa futuri.

In particolare, la società *target* dovrà essere in possesso dei seguenti requisiti<sup>132</sup>:

- presenza di un *management* con elevate abilità manageriali;
- capacità di generare flussi di cassa consistenti al fine di ripagare il debito nei tempi opportuni (solitamente dai 3 ai 7 anni);
- esistenza in bilancio di attività immobilizzate (es. immobili, terreni etc.) che eventualmente possono essere vendute per ripagare l'investimento;
- scelta di un'impresa con posizionamento consolidato;
- azienda solida che non necessita di nuove forme di finanziamento in modo da non incrementare ulteriormente l'indebitamento.

---

<sup>131</sup> Tron A., Clementi M., Luschi G., *Le operazioni di Leveraged Buy Out 2009*, Wolters Kluwer Italia, 2009.

<sup>132</sup> Confalonieri M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Il Sole 24Ore S.p.A., Milano, 2007.

### 3.4.1 Analisi della società target: Due Diligence

In sede di identificazione della società *target*, oltre a verificare i requisiti appena sopra citati, è necessario procedere con un'ulteriore attività volta ad investigare e ad approfondire i dati relativi all'oggetto di acquisizione. Questa attività di diligenza è conosciuta con il nome di *due diligence*. Essa coinvolge diversi ambiti di analisi, tra cui quello contabile, fiscale, giuslavoristico e ambientale. L'obiettivo è quello di individuare eventuali criticità che potrebbero invece emergere a seguito dell'acquisizione e valutare se potrebbero risultare rilevanti poi in sede di valutazione dell'azienda. La presenza di alcune anomalie potrebbe influire infatti nella contrattazione del prezzo di acquisto.

Il soggetto che predispose la *due diligence* rilascia una lettera di *reliance* dove prende atto e accetta che le banche eroganti il finanziamento possano consultare e fare affidamento a tale rapporto per valutare il merito creditizio del cliente.

Inoltre, soprattutto nella prima fase della trattativa, si verifica un'asimmetria informativa tra le parti in quanto il soggetto acquirente non conosce ancora completamente la realtà oggetto di acquisizione, perché anteriormente gestita da un altro soggetto e quindi viene richiesto al venditore di rilasciare delle dichiarazioni e delle garanzie per dimostrare l'assenza di eventi che potrebbero compromettere la validità dell'operazione.

Nel dettaglio, per garantire la massima trasparenza tra le parti, la procedura di negoziazione prevede:

- La predisposizione di un accordo di riservatezza dove le parti coinvolte si impegnano a mantenere riservate le informazioni di cui sono venute a conoscenza, pena la nullità del contratto;
- La redazione di una lettera di intenti mediante la quale vengono stabiliti gli elementi essenziali della contrattazione a cui sono già convenute le parti;
- La stesura del contratto preliminare di vendita attraverso cui vengono individuate le clausole di vendita prima che avvenga il trasferimento della proprietà;
- La scrittura dell'atto notarile tramite il quale avviene definitivamente il trasferimento della proprietà.

### 3.5 Finalità e vantaggi dell'acquisizione

L'operazione di *Leveraged Buy Out* e nel dettaglio, quella di *Merger Leveraged Buy Out* ha come obiettivo quello di realizzare un'operazione di acquisizione sfruttando la leva della società che si andrà ad acquisire. Infatti, il patrimonio della società *target* costituisce garanzia al finanziamento contratto nei confronti dei soggetti terzi anziché, essere fornita dal patrimonio della società acquirente ovvero, nel nostro caso, dalla *newco*. Il vantaggio consiste quindi nel traslare il debito dalla società acquirente a quella acquisita. Per questo motivo, il legislatore si è preoccupato che la finalità dell'operazione fosse caratterizzata da valide ragioni imprenditoriali e soprattutto che l'obiettivo non fosse meramente speculativo aggravando di eccessivi debiti la società acquisita. In tal caso l'operazione avrebbe un risvolto negativo in quanto, invece di creare valore per gli azionisti, rischierebbe di condurre al dissesto una società precedentemente sana e con del forte potenziale di crescita.

In merito ai motivi che spingono ad effettuare una fusione realizzata a leva, si possono richiamare all'attenzione quelli già illustrati nel primo capitolo in merito alla fusione inversa sottolineando l'importanza di tali operazioni a livello di riorganizzazione del gruppo. Infatti, la loro applicazione permette di eliminare eventuali strutture societarie intermedie e migliorare i rapporti *intercompany*<sup>133</sup>. Un ulteriore vantaggio tra quelli già elencati è sicuramente la semplicità di attuazione dell'operazione rispetto alla procedura realizzata in modo diretto. Tanto è vero che, attuando l'operazione di fusione a seguito di indebitamento, la società che rimane in vita successivamente alla fusione è la società *target* ovvero quella più solida, in grado di generare ricchezza futura mentre quella che si estingue ovvero la *newco*, è solitamente una "scatola vuota" non operativa, costituita appositamente per l'attuazione dell'operazione. Infine, l'operazione di LBO consente di anticipare la crescita dimensionale dell'azienda grazie ad un maggior supporto finanziario, senza il quale tale azione non verrebbe intrapresa, almeno non nel breve periodo.

Evidenziando invece un aspetto negativo dell'operazione di *Leveraged Buy Out*, si rileva sicuramente una discrepanza tra potere decisionale e rischio d'impresa questo perché la delibera per la stipula del contratto di finanziamento avviene da parte dell'assemblea della società acquirente ma il debito viene invece poi traslato sulla società acquisita ed è pertanto, questa che se ne farà carico assumendosi di conseguenza anche i relativi rischi. L'operazione realizzata a leva presenta quindi un'elevata

---

<sup>133</sup> Rapporti *intercompany*: sono tutte le relazioni che intercorrono tra società appartenenti al medesimo gruppo.

rischiosità proprio per la tipologia di intervento finanziario tanto da catalogarla come si è detto come un'operazione di finanza strutturata.<sup>134</sup>

### 3.6 Documenti necessari per l'attuazione

L'operazione di *Leveraged Buy Out* presenta un procedimento più complesso rispetto alla normale fusione pertanto, il legislatore, al fine di garantire una corretta trasparenza dell'operazione, ha previsto l'applicazione di una "procedura rafforzata" dove si necessita la redazione di una serie di documenti, già adottati per la fusione inversa ma con qualche accortezza maggiore.

In particolare, ai sensi dell'art. 2501-*bis* del Codice Civile, è necessaria la predisposizione della seguente documentazione:

- il progetto di fusione dove indicare le risorse finanziarie a disposizione (comma 2);
- la relazione dell'organo amministrativo dove vengono elencate le ragioni che giustificano la fusione e la fonte da cui derivano le risorse finanziarie (comma 3);
- la relazione degli esperti in cui si attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione (comma 4);
- la relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società target o della società acquirente; quest'ultima deve essere allegata al progetto di fusione (comma 5).

Si ricorda che, qualsiasi documento riguardante le decisioni della società *target* e quindi, il verbale dell'organo amministrativo predisposto per l'approvazione del progetto e quello dell'assemblea che delibera la fusione, devono includere obbligatoriamente un elenco dei motivi che giustifichino la fusione e gli eventuali interessi a capo della società acquirente (art. 2497-*ter* Codice Civile).

Inoltre, al fine di mantenere elevata l'informativa data l'ingente grado di rischiosità dell'operazione, il legislatore ha escluso, per questa fattispecie, l'applicazione delle procedure semplificate per le società interamente possedute di cui all'art. 2505 e per quelle possedute al 90% ai sensi dell'art. 2505-*bis* del Codice Civile. Si è scelto di non estendere tali semplificazioni, già applicate in caso di fusione diretta e in quella inversa attuate senza indebitamento, per consentire una maggiore tutela sia per i soci, con l'obiettivo di agevolare l'esercizio del diritto di voto e di impugnativa assembleare, sia per i creditori sociali, garantendo loro il diritto di opposizione.

Di seguito viene data illustrazione dei documenti sopra elencati.

---

<sup>134</sup> Si rinvia al paragrafo "3.3. Finanza strutturata".

## Progetto di fusione

Il primo documento individuato dal legislatore è il progetto di fusione, il quale nei punti generali riprende il contenuto della fusione inversa, disciplinato dall'art. 2501-*ter* del Codice Civile, delineandone gli elementi principali. Poi, nella fattispecie specifica di acquisizione con indebitamento, il tema viene integrato richiedendo in aggiunta di “*indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione*<sup>135</sup>”. La ratio sottesa a tale obbligo consiste nel dimostrare la sostenibilità finanziaria dell'operazione posto che, nel processo di acquisizione, vi è il ricorso al debito e pertanto, risultano fondamentali le risorse che verranno impiegate poi per la sua restituzione. Essenzialmente, il legislatore vuole che si dimostri l'effettiva disponibilità di risorse sufficienti per coprire il debito in modo da evitare un eccessivo indebitamento che comporterebbe il dissesto della società *target*.

Fornendo una definizione delle risorse finanziarie, appena menzionate, si riscontra che possono essere di varia natura ovvero provenire dai flussi di cassa attesi della gestione caratteristica della società *target* ma non solo anche essere espressione di liquidità ottenuta mediante le dismissioni di elementi patrimoniali quali ad esempio la vendita di un cespite. Non si escludono anche le somme derivanti da eventuali apporti di nuovo capitale da parte dei soci esistenti. Invece, si preferisce negare il ricorso ad ulteriore debito proprio per evitare lo squilibrio finanziario della stessa.

In linea con quanto disposto nella versione “classica” della fusione inversa, anche per quella realizzata a leva devono intercorrere almeno trenta giorni tra l'iscrizione nel registro delle imprese del progetto di fusione o della sua pubblicazione nel sito Internet e la data fissata per l'atto della fusione stessa, salvo che non vi sia la rinuncia ai termini con il consenso unanime dei soci.

## Relazione dell'organo amministrativo

Un ulteriore documento necessario per l'attuazione della fusione con acquisizione a seguito di indebitamento risulta essere la relazione dell'organo amministrativo, disciplinata dall'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile. In linea generale, nella fusione inversa tale relazione viene predisposta al fine di giustificare l'operazione attuata sotto un profilo giuridico ed economico facendo particolare attenzione al rapporto di cambio delle azioni o quote.

Nel caso specifico di fusione LBO, la relazione, ai sensi dell'art. 2501-*bis* comma 3 del Codice Civile, deve contenere le ragioni economiche che motivano la scelta di attuare l'operazione ed in

---

<sup>135</sup> Si veda art. 2501-*bis*, comma 2, Codice Civile.

particolare, il ricorso specifico al procedimento del *Leveraged Buy Out*. Pertanto, la motivazione che deve essere fornita ha carattere sia giuridico che economico, in un'ottica generale dell'operazione considerando quindi anche il ricorso all'indebitamento e non meramente la fusione in sé. Oltre alle ragioni economiche, devono essere poi inseriti gli obiettivi che si intendono raggiungere mediante l'attuazione della fusione dove per obiettivi si intendono le ragioni di tipo commerciale che giustificano l'operazione. Le ragioni di questo tipo sono solitamente riconducibili a sinergie che si formalizzano nella riduzione dei costi o nella creazione di economie di scala.

Inoltre, è necessario presentare un piano economico-finanziario volto ad accertare l'origine delle risorse finanziarie di cui verrà data maggiore illustrazione nel successivo paragrafo inerente alla sostenibilità economica dell'operazione.

Infine, viene richiesta la predisposizione di un piano di rientro del debito contratto per l'acquisto della società bersaglio questo per valutare, in base alle risorse finanziarie che la società *target* è in grado di generare tramite i propri *cash flow* o eventualmente reperire tramite la vendita di eventuali immobilizzazioni, le tempistiche di restituzione del prestito.

### Relazione degli esperti

Proprio per l'elevata rischiosità che presenta l'operazione di *Leveraged Buy Out*, il legislatore ha ritenuto opportuno inserire nella procedura di valutazione, oltre agli amministratori, anche soggetti esterni esperti in materia. Nello specifico, si richiede l'intervento del soggetto incaricato della revisione legale dei conti. Quest'ultimo viene identificato tra i soggetti iscritti all'albo<sup>136</sup> e nel caso di società per azioni viene scelto direttamente dal tribunale del luogo dove risiede la società<sup>137</sup>. L'obiettivo è quello di ottenere una valutazione il più possibile completa e adeguata e nel caso di società azionarie, evitare eventuali conflitti di interessi che potrebbero innescarsi optando invece per un revisore scelto dalle parti.

Un altro documento fondamentale per l'operazione di acquisizione a seguito di indebitamento è quindi la relazione degli esperti, di cui all'art. 2501-*sexies* del Codice Civile. Secondo quanto analizzato nel primo capitolo, la norma indica che la relazione debba fornire un giudizio di congruità sul rapporto di cambio esprimendo nel dettaglio i metodi utilizzati nella determinazione dello stesso nonché eventuali difficoltà riscontrate nel calcolo e nella valutazione. Gli esperti sono chiamati, pertanto, non solo a stimare il rapporto di cambio, come avviene in sede di

---

<sup>136</sup> Si veda art. 2409-*bis* del Codice Civile.

<sup>137</sup> Si veda art. 2501-*sexies* del Codice Civile.

fusione inversa, ma anche ad esprimere un giudizio sulle probabilità di restituzione del debito secondo quanto fornito dal piano economico-finanziario redatto dagli amministratori, andando a verificare la congruità dei dati previsionali posti a fondamento dell'operazione e rilasciando successivamente un'attestazione sulla ragionevolezza dell'operazione posta in essere dalle società.

Il giudizio deve essere espresso utilizzando criteri di attendibilità e realizzabilità in riferimento alla capacità finanziaria della società prestando attenzione alle risorse disponibili e agli investimenti già attuati in modo così da verificare la sostenibilità dell'operazione.

Al fine di fornire una valutazione oggettiva, gli esperti possono utilizzare le informazioni comunicate dagli amministratori o alternativamente, possono richiedere ulteriori informazioni e documenti che possano risultare utili per determinare la valutazione. Inoltre, hanno il diritto a procedere con delle proprie verifiche qualora risultino necessarie per fornire un congruo giudizio<sup>138</sup>. Tuttavia, tali dati raccolti devono essere utilizzati meramente ai fini della fusione stessa e non possono essere rivelati e divulgati a soggetti estranei all'operazione.

Si ricorda infine che gli esperti, sono civilmente responsabili nei confronti della società, dei soci stessi e dei terzi e di conseguenza, sono chiamati a rispondere del proprio elaborato qualora si attesti che, le risorse finanziarie siano sufficienti a ripianare i debiti ma, si scopra successivamente il venir meno di tale sussistenza non rilevando così un errore commesso dagli amministratori.

#### Relazione dell'organo di revisione

Infine, il nostro ordinamento giuridico nel caso specifico di fusione realizzata a leva suggerisce ed in alcuni casi obbliga, di allegare al progetto di fusione la relazione dell'organo di revisione<sup>139</sup>. In particolare, l'obbligo sembra essere rivolto alle società, coinvolte nella fusione, le quali siano tenute per legge alla revisione contabile obbligatoria ovvero per le società quotate e quelle controllate da quest'ultime<sup>140</sup> (art. 155 e 156 del Testo Unico della Finanza). Non si esclude che tale requisito possa essere ampliato a tutte le società e non necessariamente solo a quelle che fanno ricorso al mercato di rischio.<sup>141</sup> Sicuramente si applica qualora almeno una delle due società coinvolte presenti l'obbligo di revisione e nel caso in cui, siano entrambe le società chiamate alla redazione, si preferisce presentare un'unica relazione per permetterne il contenimento dei costi.

---

<sup>138</sup> Si veda art. 2501-*sexies*, comma 5.

<sup>139</sup> Si veda art. 2501-*bis*, comma 5 Codice Civile.

<sup>140</sup> Picone L., *Il Leveraged Buy Out nella riforma del diritto societario*, Contratto e imprese, 2003, pag.1443.

<sup>141</sup> Si veda art. 37 del decreto legislativo n. 39/2010.

Per quanto riguarda il contenuto di tale relazione, la norma non fornisce in modo esplicito delle indicazioni ma sicuramente i revisori, mediante questo documento, dovranno dare notizia di eventuali anomalie che sono emerse nell'analisi del progetto di fusione prestando particolare attenzione alle ragioni indicate a supporto dell'operazione. Inoltre, sarà di loro competenza l'analisi dei dati di bilancio, punto di partenza per la determinazione del rapporto di cambio, verificandone l'attendibilità. Non si esclude che tale relazione possa essere la medesima di quella predisposta in sede di chiusura del bilancio approvato<sup>142</sup>.

La valutazione dovrà limitarsi alla sola revisione dei dati contabili di cui ne è competente l'organo evitando così una duplicazione della relazione degli esperti. L'obiettivo di tale documento è quindi quello di porre un'ulteriore cautela, soprattutto per le società quotate, in modo da garantire la sicurezza economica della fusione realizzata a leva.

### 3.6.1 Sostenibilità finanziaria dell'operazione

Il legislatore ha previsto, all'interno dei documenti appena sopra citati, la redazione di un piano economico e finanziario cd. piano industriale<sup>143</sup>. Tale prospetto deve essere predisposto dagli amministratori delle società interessate all'operazione indicando le fonti delle risorse finanziarie e gli obiettivi che si intendono raggiungere posto che, lo scopo principale di tale progetto, è quello di dimostrare la sostenibilità finanziaria dell'operazione.

La necessità nasce dal momento in cui la società *target*, a seguito della fusione per incorporazione inversa con la *newco*, si trova a sostenere il debito che era stato contratto per il proprio acquisto, pertanto, è necessario verificare se quest'ultima sia effettivamente in grado di ripagare il debito e per poter ottenerne la conferma è opportuno predisporre un piano che possa dimostrare la futura redditività della società stessa.

Si procede quindi con la predisposizione del piano economico e finanziario *pre-money* il quale simula la situazione economica della società *target* scegliendo un intervallo di tempo per l'analisi sufficientemente ampio, almeno pari all'arco temporale necessario per poter ripagare il debito.

Il piano deve illustrare gli obiettivi strategici che il *management* si pone, le attività messe in atto per raggiungere tali obiettivi e i *Key Value Driver*<sup>144</sup> che ne permettono la realizzazione.

---

<sup>142</sup> Reboa M., *Le operazioni di Leveraged Buy Out e l'art. 2501-bis c.c.: prime considerazioni*, Rivista dei dottori commercialisti, 06/2003.

<sup>143</sup> Montalenti, *Articolo 2501-bis, Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*, Il Nuovo Diritto Societario, pag. 2311.

<sup>144</sup> *Key Value Drivers*: leve strategiche (ad esempio crescita, soddisfazione dei clienti, innovazione del prodotto etc.) che permettono di giustificare l'incremento della redditività e di conseguenza, il valore dell'azienda.

In termini di contenuto, il piano industriale deve rappresentare le posizioni debitorie già poste in essere dalle società coinvolte ed in particolare deve indicare:

- l'indebitamento assunto dalla società *newco* comprensivo di quello contratto per l'acquisto della *target*;
- l'ammontare di debito già presente nella società bersaglio;
- eventuali obbligazioni che saranno contratte dalla società risultante dalla fusione nel corso temporale di cui si riferisce il piano.

Inoltre, è necessario illustrare le risorse finanziarie utilizzate per fronteggiare il debito. Si ritiene che queste possano derivare da eventuali risorse già presenti nel patrimonio della *target* o eventualmente da flussi di cassa futuri che questa è in grado di generare. Non si esclude la possibilità di ottenere la liquidità necessaria anche mediante lo smobilizzo di *asset* purché questi non siano essenziali per la regolare attività d'impresa.

Infine, il piano deve dare apposita informativa in merito alla parte economico-finanziaria del progetto di fusione, in modo da rappresentare le prospettive future che vengono riassunte in tre prospetti principali:

- conto economico previsionale;
- stato patrimoniale previsionale;
- cash flow previsionali.

Nella predisposizione del modello, si consiglia di seguire le linee guida fornite dall'Ordine dei dottori commercialisti<sup>145</sup> nonché il documento messo a disposizione da Borsa Italiana<sup>146</sup>.

Di seguito viene data illustrazione dei prospetti principali.

---

<sup>145</sup> Documento CNDCEC, *Linee guida alla redazione del business plan*, maggio 2011.

<sup>146</sup> Documento Borsa Italiana, *Guida al piano industriale*, luglio 2014.

### Conto economico previsionale

Il conto economico previsionale riepiloga tutte le componenti di reddito che concorrono alla formazione dei risultati attesi. L'obiettivo è quello di dimostrare la declinazione finanziaria delle grandezze economiche tenuto conto anche degli investimenti di mantenimento e di quelli in previsione nel piano industriale.

Ai fini della rappresentazione del conto economico, si consiglia l'adozione di uno schema in forma scalare, in grado di fornire maggiori informazioni sui vari risultati reddituali intermedi, partendo dal margine di contribuzione continuando poi con EBITDA ed EBIT, fino alla formazione dell'utile netto. Mediante questo schema è inoltre possibile dimostrare il contributo apportato dalle diverse aree gestionali alla sua formazione.

Dati in mln/€	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi						
Variazione rimanenze prodotti finiti						
<b>Valore della produzione</b>						
Costi diretti di produzione						
<b>Primo margine di contribuzione</b>						
Costi indiretti						
<b>EBITDA</b>						
Ammortamenti						
<b>EBIT</b>						
Oneri finanziari						
<b>Utile ante imposte</b>						
Imposte						
<b>Utile netto</b>						

*Figura 9 Conto economico previsionale*

## Stato patrimoniale previsionale

Lo stato patrimoniale previsionale presenta le attività e passività prospettiche, oltre all'evoluzione del patrimonio netto, per determinare le fonti interne ed esterne nonché gli impieghi previsionali. Nella riclassificazione dello stato patrimoniale si può optare tra due modalità una finanziaria e l'altra funzionale. Nella maggior parte dei casi, è consigliabile procedere con la classificazione di tipo funzionale in base all'area gestionale in quanto permette di fornire con maggiore chiarezza l'origine delle fonti e degli impegni ai soggetti fruitori del piano. Infatti, mediante questo tipo di riclassificazione, si riesce a dare evidenza anche della posizione finanziaria netta.

Dati in mln/€	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Rimanenze						
Crediti commerciali						
Ratei e risconti attivi						
<b>Attivo circolante netto</b>						
Debiti vs fornitori						
Ratei e risconti passivi						
Passivo corrente operativo						
<b>Capitale circolante netto</b>						
Immobilizzazioni						
Fondi immobilizzazioni						
Partecipazioni						
<b>Capitale investito netto</b>						
Capitale sociale						
Riserve						
Utile d'esercizio						
<b>Patrimonio netto</b>						
Debiti finanziari correnti						
Attività finanziarie correnti						
Disponibilità liquide						
<b>PFN corrente</b>						

*Figura 2 Stato patrimoniale previsionale*

## Cash flow previsionale

Il *Cash Flow* previsionale viene rappresentato mediante la redazione di un rendiconto finanziario dove si espone, in un'ottica *forward*, la dinamica delle entrate e delle uscite dell'azienda.

Il rendiconto viene sostanzialmente suddiviso in tre macro-aree<sup>147</sup>:

- Area operativa: in questa sezione vengono riepilogati i flussi di cassa derivanti da tutte le operazioni di acquisto sia che esse siano di beni, di servizi o di altre attività accessorie;
- Area di investimento: qui vengono inserite le operazioni che riguardano gli acquisti o le dismissioni delle immobilizzazioni ovvero vengono riepilogati gli investimenti della società a lungo termine, i quali hanno generato movimentazioni dei flussi di cassa;
- Area finanziaria: in quest'ultima sezione vengono illustrate le operazioni che portano a incrementare o ridurre la liquidità attraverso forme come prestiti, azioni e quote di partecipazione.

L'obiettivo di tale prospetto è quello di verificare se l'azienda è in grado di ripagare i propri debiti e di generare ulteriore liquidità da poter impiegare in nuovi investimenti (cd. autofinanziamento).

Dati in mln/€	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>EBITDA</b>						
Variazione rimanenze						
Variazione crediti						
Variazione debiti						
<b>Flusso di cassa operativo</b>						
Variazione immobilizzazioni						
Variazione investimenti finanziari						
<b>Free cash flow</b>						
Variazione patrimonio netto						
<b>Cash flow</b>						

*Figura 3 Cash flow previsionale*

<sup>147</sup> Si veda il principio contabile nazionale OIC 10.

Una volta conclusa l'analisi economico-finanziaria, si procede con la valutazione sulla ragionevolezza del piano. Si ricorda che, i soggetti incaricati a rilasciare la valutazione sulla ragionevolezza del piano, devono sottostare a specifiche indicazioni definite dallo standard di riferimento, introdotto dai principi internazionali, lo ISAE n. 3400 *International standard of assurance engagement*. Esso si rivolge a tutti i professionisti che sono tenuti a rilasciare un'opinione professionale in merito a documenti valutativi e ne riepiloga le procedure da seguire e le cautele da rispettare per una corretta valutazione.

Tale documento è stato recepito anche dai principi contabili nazionali mediante il documento n. 15 predisposto da Assirevi nel febbraio 2015 avente ad oggetto le procedure e le responsabilità delle società di revisione che sono chiamate a verificare i dati previsionali delle società emittenti strumenti finanziari.

La valutazione sulla ragionevolezza del piano, di cui viene fatta menzione, viene illustrata all'interno della relazione dagli esperti sulla base di tre criteri individuati dalla disciplina aziendalistica<sup>148</sup>:

- L'attendibilità del piano;
- La realizzabilità del piano;
- La visibilità del piano.

#### L'attendibilità del piano

L'attendibilità del piano economico viene valutata verificando che quest'ultimo sia stato pensato considerando, nei vari prospetti, l'ipotesi che delle variabili esterne potrebbero influire nella realizzazione dello stesso. In particolare, si possono riscontrare variabili macroeconomiche quali ad esempio il tasso di inflazione, il tasso di crescita del PIL e soprattutto i tassi di interesse. Non solo, ma potrebbero essere rilevanti anche le variabili microeconomiche cd. interne all'azienda che sono dovute all'aumento dei prezzi o ad una variazione dei costi sia diretti che indiretti.

#### La realizzabilità del piano

Un ulteriore requisito al fine di garantire la ragionevolezza del piano è la sua realizzabilità. Essa consiste nell'accertare il livello di difficoltà nel raggiungimento degli obiettivi indicati dal piano. Sicuramente sono più difficili da attuare i piani che propongono uno stravolgimento della strategia aziendale prevedendo la penetrazione in nuovi mercati ancora da esplorare o la realizzazione di nuovi

---

<sup>148</sup> Mazzola P., *Il piano industriale*, Egea, Milano, 2003, pag. 187 e ss.

prodotti sconosciuti al mercato. Più le previsioni del piano sono coerenti con le aspettative maggiore è la certezza che questo possa trovare effettiva esecuzione.

### La visibilità del piano

Infine, l'ultimo criterio adottato nella valutazione è costituito dalla visibilità del piano il quale esprime la probabilità che si realizzino i fondamenti economici del piano. La visibilità soggiace alla presenza di elementi che fin da subito sono in grado di esprimerne la concreta realizzabilità in particolar modo la presenza di quote consolidate nel mercato, le competenze acquisite e l'esperienza del *top management* ed infine la creazione di prodotti competitivamente superiori.

In alcuni casi, dove vengono a realizzarsi operazioni di *Leveraged Buy Out* particolarmente complesse, gli amministratori delle società coinvolte si rivolgono a dei professionisti indipendenti che rilasciano una *fairness opinion* in merito al piano economico-finanziario prospettato per la realizzazione della fusione. In particolare, in questa sede, i professionisti valutano le caratteristiche e i presupposti sui quali è stato costruito il piano con l'obiettivo di rilasciare un giudizio sulla ragionevolezza che si avvicina alla relazione predisposta dall'esperto di cui all'art. 2501-*sexies* del Codice Civile<sup>149</sup>. La scelta nel ricorrere a questa ulteriore procedura consente di rafforzare l'opinione già espressa dagli esperti sulla ragionevolezza del piano in una visione più oggettiva.

## **3.7 Tutela degli stakeholders**

L'operazione di fusione ed in particolare quella di *Leveraged Buy Out* rappresenta un rischio per i creditori sociali in quanto, mediante l'integrazione dei patrimoni, questi si vedono ridurre la propria garanzia patrimoniale proprio perché, a seguito della fusione, tutti i soggetti creditori si avvalgono dell'unico patrimonio disponibile ovvero quello della società risultante dalla fusione<sup>150</sup>.

Con l'obiettivo quindi di fornire una maggiore tutela ai soggetti coinvolti nella fusione, rivolgendosi in modo particolare ai creditori, sono state istituite dal legislatore delle norme *ad hoc* introducendo dei termini di opposizione alla fusione.

Ai sensi dell'art. 2503 del Codice Civile<sup>151</sup> la fusione può essere attuata solo dopo sessanta giorni dall'ultima iscrizione<sup>152</sup> salvo alcuni casi espressamente citati, tra cui:

---

<sup>149</sup> Confalonieri M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Il Sole 24Ore S.p.A., Milano, 2007.

<sup>150</sup> Cassazione del 18 gennaio 2018, n. 1181.

<sup>151</sup> Orientamento n. L.B.2, Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie.

<sup>152</sup> Si veda art. 2502-*bis* Codice Civile.

- vi sia il consenso di tutti i creditori delle società partecipanti anteriori all'iscrizione o alla pubblicazione (di cui all'art. 2501-*ter* comma 3);
- vi sia il pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso, o alternativamente, venga effettuato il deposito delle somme corrispondenti al pagamento presso un conto apposito in banca;
- la relazione di cui all'art. 2501-*sexies* sia redatta da un'unica società di revisione per tutte le società coinvolte nella fusione. La società di revisione si impegna pertanto, ad assicurare, sotto la propria responsabilità, che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti non necessita di ulteriori garanzie a tutela dei soggetti creditori.

Ad esclusione quindi dei tre casi appena sopra elencati, in tutte le altre ipotesi i creditori, nel rispetto del limite dei sessanta giorni, possono procedere con la richiesta di opposizione. Tuttavia, il tribunale, può disporre che l'operazione trovi comunque attuazione, nonostante l'opposizione dei creditori, nel caso in cui ritenga infondato il pericolo di pregiudizio messo in luce dai creditori oppure qualora la società abbia prestato idonea garanzia ai soggetti medesimi. La stessa procedura può essere applicata anche agli obbligazionisti; possessori di obbligazioni delle società partecipanti alla fusione, salvo che la fusione sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti<sup>153</sup>.

In aggiunta, ai sensi dell'art. 2504-*quater* va inoltre segnalata, tra i rimedi speciali previsti nell'ambito della fusione, l'invalidità della stessa. In particolare, la norma evidenzia che: *“Eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione a norma del comma 2 dell'art. 2504, l'invalidità dell'atto di fusione non può essere pronunciata. Resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione”*. Pertanto, una volta che l'atto di fusione è stato iscritto nel registro delle imprese non è più possibile procedere al suo annullamento permane solo la possibilità, in capo ai creditori eventualmente lesi, di richiedere il risarcimento del danno subito agendo nei confronti della società stessa o degli amministratori<sup>154</sup>.

Infine, il legislatore ha poi pensato di provvedere alla tutela anche dei soggetti lavoratori operanti nella società acquisita prevedendo l'applicazione in via analogica della disciplina relativa al trasferimento d'azienda, di cui all'art. 2112 del Codice Civile. Tale norma infatti definisce il trasferimento d'azienda come: *“qualsiasi operazione che in seguito a cessione contrattuale o fusione, comporti il mutamento nella titolarità di un'attività economica organizzata”*. Essa garantisce la continuità dei rapporti in capo al nuovo soggetto acquirente e la conservazione dei diritti acquisiti mediante il contratto di lavoro ed in essere al momento della fusione. Inoltre, qualora la società

---

<sup>153</sup> Si veda art. 2415 del Codice Civile.

<sup>154</sup> Si veda art. 2504-*quater*, comma 2, Codice Civile.

coinvolta abbia al proprio interno un organico superiore ai quindi lavoratori, si obbliga il datore di lavoro a dare preventiva comunicazione della fusione all'organo sindacale<sup>155</sup>.

### **3.8 Riporto delle posizioni soggettive e diritto d'interpello**

Analizzando l'operazione di *Leveraged Buy Out* anche sotto il profilo fiscale emerge che tale operazione ha generato non pochi problemi sulla trattazione delle posizioni soggettive le quali, risultano particolarmente rilevanti nelle operazioni straordinarie e nel caso specifico, nella fusione realizzata a leva.

L'Amministrazione finanziaria per ovviare a tale questione è intervenuta nel 2016 con la circolare n. 6<sup>156</sup> eliminando così definitivamente le incertezze interpretative anteriormente sorte. In particolare, ha confermato il principio di liceità fiscale e ha chiarito la posizione ministeriale in merito al trattamento degli interessi passivi, dei *fees* e dei rendimenti realizzati in Italia da soggetti residenti in paesi esteri.

In questa sede, verranno analizzate in modo specifico due posizioni particolarmente rilevanti in sede di fusione ovvero il trattamento fiscale degli interessi passivi della società veicolo e il riporto delle perdite della società acquisita. Prima di procedere con l'approfondimento degli stessi, è opportuno però illustrare i requisiti che sono necessari al fine di poter applicare l'articolo 172 del TUIR che ne disciplina la trattazione fiscale.

#### **3.8.1 Requisiti minimi**

Ai sensi dell'art. 172 del TUIR i componenti negativi rilevati a conto economico ed in particolare, le perdite fiscali e gli interessi passivi non dedotti possono essere riportati nei periodi di imposta successivi solo a condizione che rispettino due vincoli:

- superamento del test di vitalità;
- limite del patrimonio netto.

---

<sup>155</sup> Art. 47 della legge n.428/1990, con modifica del decreto legislativo. n. 18/2001.

<sup>156</sup> Circolare del 30 marzo 2016, n.6.

## Test di vitalità

Affinché trovi applicazione l'art. 172 del TUIR è necessario quindi che la società risulti attiva e la sua operatività venga attestata mediante un test cd. di vitalità economica.

La vitalità economica della società viene certificata qualora vi sia il superamento di almeno il 40% del valore preso in considerazione nell'anno in esame rispetto all'ammontare risultante dalla media dei due esercizi precedenti prendendo in analisi queste due voci:

- Ricavi e proventi caratteristici;
- Prestazione di lavoro subordinato e relativi contributi.

È stato chiarito che i requisiti minimi di vitalità economica devono sussistere sia anteriormente alla fusione sia nel cd. periodo interinale ovvero quello che intercorre tra l'inizio del periodo d'imposta sino all'efficacia giuridica della fusione<sup>157</sup>.

Tuttavia, è intervenuta l'Agenzia delle Entrate per fornire alcune delucidazioni in merito, dove si è espressa sostenendo che, qualora la società veicolo sia costituita appositamente per l'acquisto della partecipazione della società bersaglio, essa si considera strumentale all'operazione di *Merger Leveraged Buy Out* e di conseguenza, si configura come vitale a prescindere dall'effettiva vitalità<sup>158</sup>. Inoltre, il venir meno del superamento del test per la mancanza di proventi finanziari iscritti nel bilancio o per l'assenza di costi da lavoro dipendente non costituiscono di per sé sintomi di scarsa vitalità aziendale ma sono intrinseci alla natura della società appena costituita ovvero di *holding*<sup>159</sup>.

## Limite patrimonio netto

Un ulteriore vincolo previsto è il limite del patrimonio netto, il quale risulta essere un requisito fondamentale per il riporto delle perdite. Infatti, la riportabilità delle perdite è consentita sino alla concorrenza del valore di patrimonio netto risultante da ultimo bilancio e non considerando, al fine di tale computo, eventuali conferimenti o versamenti effettuati a favore della società negli ultimi due mesi rispetto alla data a cui si riferisce la situazione oggetto di controllo.

Secondo la prassi, tale limite però, nel caso di *newco* appena costituita, può essere disapplicato perché i conferimenti iniziali posti in essere per la sua costituzione sono considerati "fisiologici" e, pertanto, non rivolti a conseguire un artificioso recupero delle perdite fiscali<sup>160</sup>.

---

<sup>157</sup> Risoluzione 24 ottobre 2006, n. 116; Risoluzione 10 aprile 2008, n. 143.

<sup>158</sup> Circolare del 30 marzo 2016 n. 6.

<sup>159</sup> Risoluzione del 21 marzo 2022 n. 128.

<sup>160</sup> Circolare del 9 marzo 2010 n. 9; Risoluzione del 21 marzo 2022, n. 127.

Inoltre, Agenzia delle Entrate ha specificato che, per quanto riguarda la limitazione fissata nell'importo del patrimonio netto contabile:

- tale limite può essere superato nel caso in cui le perdite precedenti abbiano carattere straordinario e che potrebbero essere riassorbite anche senza la fusione<sup>161</sup>;
- vi sia l'assenza di un patrimonio netto in conseguenza di perdite civilistiche "contingenti"<sup>162</sup>.

Il legislatore ha introdotto tali limiti con l'obiettivo di evitare che società sostanzialmente "vuote" spostino componenti negative in società operative con l'obiettivo esclusivo di abbatte l'imponibile. Tale operazione è conosciuta nel gergo tributario come "commercio delle bare fiscali".<sup>163</sup> Proprio la fattispecie di fusione realizzata a leva, anteriormente ai chiarimenti espressi dall'Agenzia delle Entrate con la pubblicazione della circolare n. 6 del 30 marzo 2016, era considerata un'operazione potenzialmente elusiva proprio perché si riteneva che la creazione di un'apposita società veicolo (c.d. *newco*) e la successiva fusione di questa con la *target* avesse come unica finalità quella di consentire la deduzione degli interessi passivi e lo scomputo di perdite dal reddito della società *target*, operazioni alternativamente non attuabili.

Risulta, pertanto, necessario il rispetto dei limiti appena illustrati al fine di considerare l'operazione lecita e attuata senza alcuni fini elusivi. Qualora però non sia possibile verificare la sussistenza dei seguenti limiti o alternativamente, non si riesca a darne prova per mancanza di documentazione, l'Agenzia delle Entrate con circolare di cui sopra, suggerisce di richiedere un interpello all'Amministrazione Finanziaria per la disapplicazione dei limiti dimostrando l'insussistenza di elusività dell'operazione che la norma intende contrastare. Tale diritto è stato introdotto dal legislatore mediante l'art. 11 della Legge del 27 luglio 2000, n. 212<sup>164</sup>.

In particolare, il diritto alla disapplicazione concesso mediante interpello viene riconosciuto se:

- L'assenza dei ricavi nel periodo è dovuta al cambio di proprietà o alla riorganizzazione del gruppo<sup>165</sup>;
- l'attività non sembra aver sostenuto un depotenziamento in base a quanto rilevato dagli ultimi bilanci disponibili *ante* fusione<sup>166</sup>;

---

<sup>161</sup> Risoluzione del 10 maggio 2022, n. 253.

<sup>162</sup> Risoluzione del 10 maggio 2022, n. 255.

<sup>163</sup> Beghin M., *Il reddito d'impresa; Situazioni soggettive, regole generali e speciali, procedimento di determinazione, operazioni straordinarie*, Pacini Editore, Pisa, 2021.

<sup>164</sup> L'interpello disapplicativo, di cui all' art. 11, comma 2, della Legge n. 212/2000 resta l'unica forma di interpello obbligatorio. Nel caso di mancata presentazione dell'istanza di interpello o di risposta negativa, resta salva la possibilità del contribuente di dimostrare il diritto alla disapplicazione anche nelle successive fasi di accertamento e contenzioso.

<sup>165</sup> Risoluzione del 4 febbraio 2022, n. 73.

<sup>166</sup> Risoluzione del 4 febbraio 2022, n. 76.

- non vi è la possibilità che si verifichi la compensazione intersoggettiva delle perdite fiscali tra le due società poiché entrambe presentano perdite fiscali pregresse riportabili<sup>167</sup>.

### 3.8.2 Trattamento fiscale degli interessi passivi della società veicolo

La prima fattispecie ad essere approfondita riguarda la trattazione a livello fiscale gli interessi passivi della società veicolo. In linea generale, è stata riconosciuta la deducibilità degli interessi derivanti da finanziamenti contratti per l'acquisizione della società *target* sia in presenza di soci residenti che non residenti. È stata poi confermata l'inerenza di tali interessi nei limiti previsti dall'art. 96 del TUIR.

Nel dettaglio, la norma prevede la deducibilità degli interessi passivi nei limiti dell'ammontare complessivo degli interessi attivi e proventi finanziari assimilati maturati nel periodo d'imposta e negli anni precedenti. Per la parte eccedente, si riconosce invece una deducibilità pari al 30% del Reddito operativo lordo della gestione caratteristica (ROL)<sup>168</sup>.

La parte che non risulta deducibile nell'anno d'imposta per il superamento dei limiti individuati dalla legge può essere riportata negli anni successivi ed andrà a sommarsi alla quota potenzialmente deducibile.

### 3.8.3 Trattamento fiscale delle perdite

La seconda fattispecie oggetto di questa analisi è il riporto delle perdite della società acquisita. Come già accennato poco sopra, il riporto delle perdite è consentito nel limite del patrimonio netto disponibile da ultimo bilancio o eventualmente, dalla situazione patrimoniale redatta ex art. 2501-*quater* del Codice Civile. Il patrimonio viene calcolato al netto di eventuali ricapitalizzazioni (costituite da conferimenti o versamenti) realizzati negli ultimi ventiquattro mesi.

Ai sensi dell'art. 172, comma 7 del TUIR, pertanto, le perdite generate dalle società che partecipano alla fusione ed in particolare, quelle della società incorporata possono essere portate in diminuzione del reddito della società incorporante<sup>169</sup>.

---

<sup>167</sup> Risoluzione del 4 febbraio 2022, n. 74.

<sup>168</sup> ROL: Reddito operativo lordo viene determinato come differenza tra il valore e i costi della produzione di cui all'art. 2425 del Codice Civile lettere A e B ad esclusione della voce B10 lettere a) e b) e dei canoni di locazione finanziaria di beni strumentali.

<sup>169</sup> Se le azioni o quote della società la cui perdita è riportabile erano detenute dalla società incorporante o da altra società partecipante alla fusione, la perdita non è comunque ammessa in diminuzione fino a concorrenza dell'ammontare complessivo della svalutazione effettuata per tali azioni o quote.

### 3.9 Verifica elusività dell'operazione

Ai sensi dell'art. 10-*bis* della Legge n. 212 del 2000, un'operazione viene considerata elusiva se si verificano congiuntamente i seguenti presupposti:

- Realizzazione di un vantaggio indebito;
- Assenza di sostanza economica dell'operazione.

Il vantaggio indebito viene conseguito nel caso in cui l'operazione, che si è scelto di attuare, risulta essere realizzata in maniera indiretta. Alla base di tale valutazione vi è un confronto tra operazioni simili. Infatti, ci sarebbe stata una procedura alternativa che avrebbe consentito il medesimo risultato pur però comportando, molto probabilmente, una tassazione più elevata. In questo modo si realizza la fattispecie di operazione cd. elusa.

In merito alla sostanza economica, invece, si provvede a fornire un giudizio di congruità dell'operazione. In sostanza, si verifica che la procedura messa in atto sia coerente con l'obiettivo preposto. L'importante è che la sostanza economica non venga confusa con le ragioni economiche che sono invece i motivi per cui si decide di intraprendere tale operazione.

Queste tipo di operazioni, pur essendo state ufficialmente legittimate dall'art. 2501-*bis* del Codice Civile, a seguito dell'entrata in vigore della nuova riforma societaria del 2003, vengono spesso contestate dal Fisco a causa del potenziale depauperamento del capitale della società *target* alla quale vengono accollati i debiti contratti per la procedura di acquisizione.

Il carattere di elusività è stato negli anni studiato e analizzato dalla commissione tributaria provinciale di Milano che si è occupata di definire i requisiti affinché l'operazione di *Leveraged Buy Out* possa rientrare o meno nella fattispecie di abuso del diritto (art. 10-*bis* dello Statuto del Contribuente).

Un primo intervento da parte della commissione è avvenuto nel 2014 dove quest'ultima si è espressa in merito dichiarando, non elusiva, l'operazione di fusione realizzata a leva a patto che l'operazione presenti le seguenti caratteristiche<sup>170</sup>:

- coinvolga soggetti terzi tra loro indipendenti;
- sia attuata a condizioni di mercato;
- non vi partecipino società o enti localizzati in paradisi fiscali;
- si realizzi il mutamento del controllo (cd. *change of control*).

---

<sup>170</sup> Sentenza del 14 gennaio 2014, n. 1527.

Inoltre, la stessa CTP di Milano è nuovamente intervenuta l'anno successivo escludendo l'elusività dell'operazione ogni qual volta si realizzi il cambiamento della compagine societaria ovvero quando il controllo viene acquisito da nuovi soggetti non escludendo che, a seguito della fusione, permangano comunque nella società, come soci di minoranza, i soci già presenti anteriormente alla fusione.<sup>171</sup>

Tale orientamento è stato successivamente confermato dall'Agenzia delle Entrate con la circolare n. 6 del 30 marzo 2016, di cui sopra, dove si chiarisce che l'operazione di acquisto di una partecipazione di controllo realizzata a leva risponde ad esigenze extrafiscali di varia natura e che, pertanto, non può essere considerata un'operazione elusiva utilizzata per il conseguimento di un vantaggio indebito.

In generale, quindi, sia la prassi che la giurisprudenza sono concordi nell'affermare che, la costituzione della società veicolo e la successiva fusione con la *target*, siano due passaggi fondamentali al fine di ottenere l'operazione di fusione e pertanto, non considerati elusivi. Questa linea di pensiero però trova positivo riscontro a patto che vi siano, alla base della fusione LBO, delle valide ragioni economiche e che si dimostri che l'operazione non possa essere realizzata mediante una modalità più diretta e che quindi non si voglia conseguire un vantaggio meramente fiscale<sup>172</sup>.

---

<sup>171</sup> Corte trib. reg. Lombardia Milano; Sez. XIV, 10 dicembre 2015, n. 9999.

<sup>172</sup> Cass. civ., sez. trib., del 16 gennaio 2019, n. 868.

## CAPITOLO 4

### Caso di studio: Sanlorenzo S.p.A.

**SOMMARIO:** 4.1 Il settore nautico: trend in crescita ; 4.2 Presentazione del caso; 4.3 Società partecipanti alla fusione; 4.3.1 Incorporante: Sanlorenzo S.p.A., 4.3.2 Incorporata: Windco S.p.A; 4.3.3 Società risultante dalla fusione: Sanlorenzo S.p.A.; 4.4 Attuazione della fusione; 4.4.1 Il progetto di fusione; 4.4.1.1 Rapporto di cambio; 4.4.2 Relazione degli amministratori e piano economico-finanziario; 4.4.2.1 Ragioni economiche dell'operazione; 4.4.2.2 Situazione debitoria ante fusione; 4.4.2.3 Caratteristiche del debito e piano di rimborso; 4.4.3. Relazione del revisore legale; 4.5 Motivazioni della fusione; 4.6 Tutela dei soci di minoranza; 4.7 Tutela dei creditori; 4.8 Effetti post fusione; 4.9 Sanlorenzo S.p.A. oggi; 4.9.1 Fatti rilevanti dal 2019 ad oggi; 4.9.2 Andamento economico-finanziario ultimo triennio.

---

Quest'ultimo capitolo ha come obiettivo quello di analizzare un caso concreto di fusione *Leveraged Buy Out*. In particolare, si è scelto di illustrare la fusione inversa a seguito di acquisizione con indebitamento avvenuta tra la società Sanlorenzo S.p.A. e la società Windco S.p.A. Lo studio di questo caso permette di applicare i concetti teorici sviluppati all'interno dei primi tre capitoli dell'elaborato.

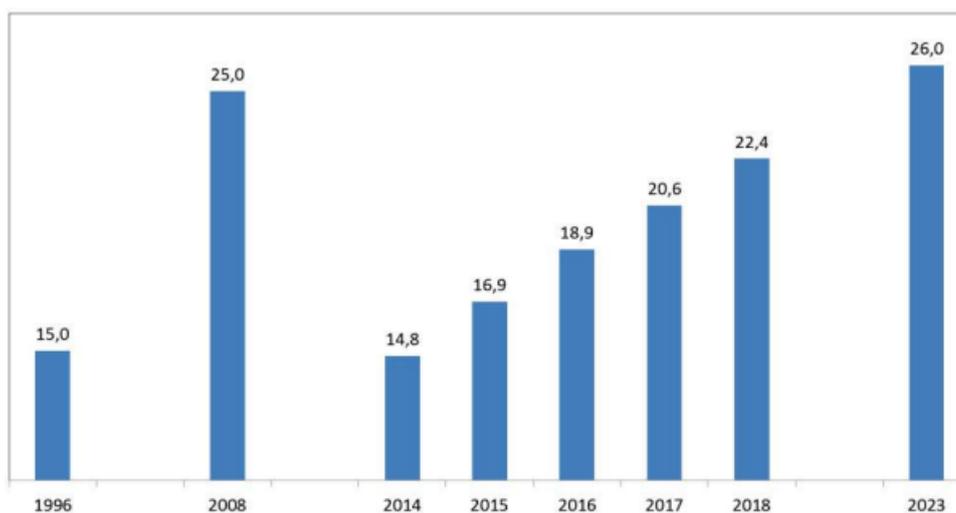
#### 4.1 Il settore nautico: trend in crescita

La nautica rappresenta fin dalle sue origini una filiera strategica per l'industria italiana. Riconosciuta come un settore d'eccellenza del *Made in Italy* si contraddistingue dai *competitors* mondiali per l'artigianalità, l'innovazione, la qualità e infine la sostenibilità nella produzione delle navi. Numerose sono le realtà produttive italiane di medie-grandi dimensioni che rilevano a livello mondiale e tra queste spiccano sicuramente Sanlorenzo S.p.A., leader mondiale nella costruzione di Yacht di lusso di lunghezza superiore a 30 metri, seguita dalla società The Italian Sea Group S.p.A. punto di riferimento assoluto nella progettazione e realizzazione di yacht oltre i 100 metri.

Nonostante la pandemia e le turbolenze finanziarie, il mercato delle navi non ha riscontrato alcuna difficoltà anzi facendo registrare una continua crescita. Infatti, dal 2014 al 2021, il valore di mercato è cresciuto ad un tasso medio del +10%, raggiungendo un valore complessivo di circa 28 miliardi di euro<sup>173</sup>.

---

<sup>173</sup> Si veda: <https://forbes.it/2022/09/23/il-mercato-nautico-continua-a-crescere-italia-prima-al-mondo-nei-superyacht/>



**Figura 10 Valore della cantieristica navale globale**

Fonte: elaborazione dati Ing. Pollicardo su dati Deloitte ed Ernst & Young

Lo studio condotto da Deloitte ed EY<sup>174</sup> illustra infatti il *trend* di crescita del valore della cantieristica navale in un arco temporale che va dal 1996 ad oggi. Quest’anno si presume che tale valore abbia raggiunto il picco massimo superando i livelli eccellenti registrati nel 2008; anno che ha preceduto la crisi globale.

Il *trend* positivo delle nuove costruzioni è rivolto principalmente alle aree geografiche Europa e Nord America, che insieme rappresentano circa il 70% del mercato. In merito alle tipologie di imbarcazioni, le barche a motore costituiscono la quota di maggioranza del mercato retail globale pari al 90%, mentre il restante 10% riguarda le barche a vela.

Inoltre, dal recente report fornito dalla società Deloitte pubblicato nella rivista “*La Nautica in cifre*” nel marzo 2023 emerge, a conferma di quanto già rilevato, un *trend* positivo del fatturato globale.

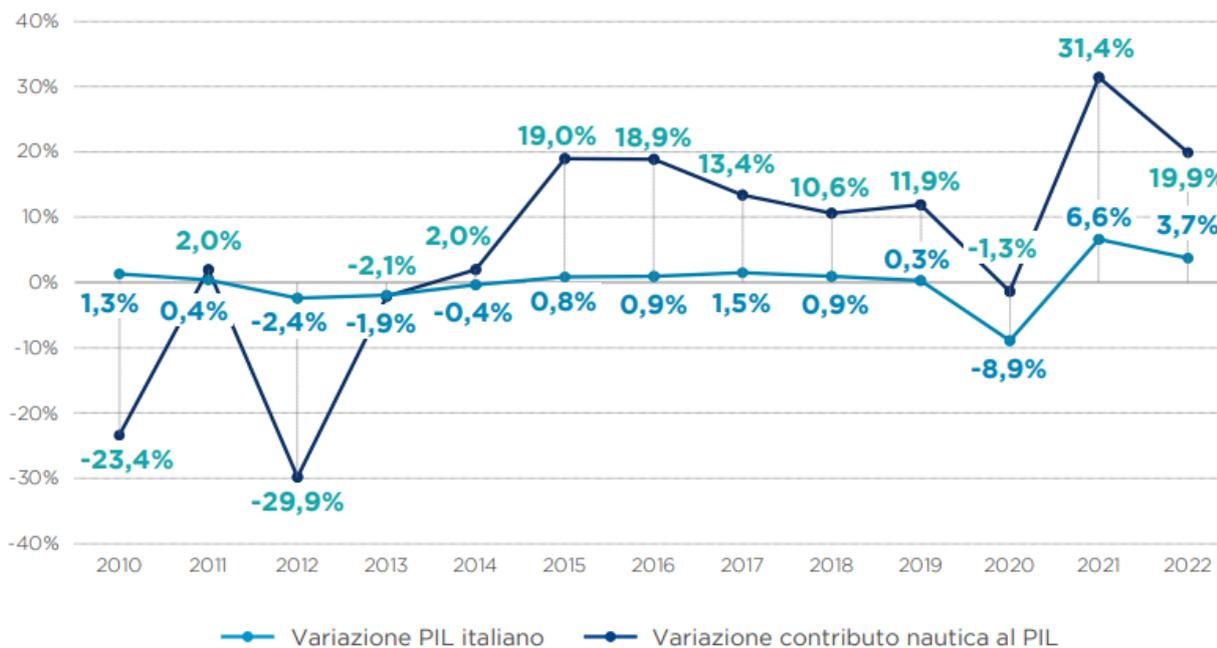
<sup>174</sup> Si veda: <https://www2.deloitte.com/it/it/pages/strategy-operations/monitor-deloitte/articles/boating-market-monitor-2019---deloitte-italy---monitor.html>



Figura 11 Andamento fatturato globale 2000-2022

Fonte: elaborazione Confindustria nautica

L'ultimo ventennio oggetto di studio ha dimostrato come il fatturato sia aumentato negli anni, tranne nel periodo 2008-2013 anni a causa della crisi economica, seguiti da una crescita in modo esponenziale del fatturato, fino al raggiungimento del picco massimo che era stato previsto nell'anno 2022 per un valore di 7 miliardi.



Inoltre, nel report, sono state messe a confronto le variazioni percentuali del PIL italiano con quelle del PIL del settore nautico. In linea generale è possibile affermare che la variazione del PIL della nautica risulta essere leggermente superiore rispetto a quella del PIL nazionale. L'industria nautica, infatti, ha dimostrato un andamento migliore rispetto all'economia italiana nel suo complesso, continuando a rappresentare uno dei punti di forza del *Made in Italy*. Fra i fattori determinanti che hanno alimentato tale crescita si devono sicuramente ricondurre all'export della produzione cantieristica e ai portafogli ordini dei cantieri italiani di yacht e superyacht nonché all'ottima performance dei comparti dell'accessoristica nautica e dei motori marini.

I maggiori scostamenti del PIL nautico si sono rilevati principalmente nel periodo dal 2010 al 2012; anni successivi alla crisi finanziaria del 2008. In merito alla crisi pandemica, avvenuta nel 2020, non sembra aver influito in maniera rilevante sul comparto nautico.

In conclusione, secondo quanto riportato dall'indagine di mercato condotta da Deloitte sui cantieri di Confindustria Nautica, si rileva una crescita futura principalmente nelle imbarcazioni di grandi dimensioni, mentre quelle di dimensioni più contenute vedranno una crescita più importante negli anni successivi. Per quanto riguarda le aree geografiche, si prevede che l'America Settentrionale beneficerà di uno slancio nel lungo periodo, mentre l'Europa e l'America Settentrionale guideranno la crescita nel recente biennio 2022-2023. I fattori che caratterizzano tale crescita sono essenzialmente: il miglioramento delle infrastrutture, il crescente interesse per lo stile di vita della nautica da diporto e soprattutto la sostenibilità.

## 4.2 Presentazione del caso

Il caso che si vuole proporre in questa sede è un esempio di fusione per incorporazione inversa avvenuta tra la società Sanlorenzo S.p.A e la società Windco S.p.A. di cui all'art. 2501 e seguenti del Codice Civile.

La società Windco S.p.A., anteriormente alla fusione, era socio di maggioranza della società Sanlorenzo S.p.A. in quanto deteneva il 99,08% del capitale della Sanlorenzo, pertanto, svolgeva il ruolo di controllante con una quota di maggioranza del capitale sociale. Avendo scelto di optare per l'incorporazione della controllante Windco nella controllata Sanlorenzo si è realizzato un esempio tipico di fusione inversa con acquisizione a seguito di indebitamento. Per questo motivo si è ritenuto opportuno applicare la disciplina di cui all'art. 2501-*bis* del Codice Civile, introdotta dal legislatore nel 2003 con la riforma del diritto societario appositamente per l'attuazione di questo tipo di fusioni.

La scelta di prediligere la forma inversa rispetto a quella diretta è dovuta al fatto che la procedura attuata in questo verso risultava più snella in quanto la società Sanlorenzo era, al momento della fusione, proprietaria di diversi immobili nonché in possesso di numerose licenze il cui trasferimento avrebbe comportato una complessità maggiore nella realizzazione dell'operazione e di conseguenza costi più ingenti. Procedendo in questo modo, si è garantita la continuità aziendale mantenendo invariati i rapporti in essere. Un ruolo rilevante è stato poi ricoperto dal *brand* aziendale, infatti, la società Sanlorenzo era, già anteriormente alla fusione, un'azienda affermata con un proprio posizionamento ed è stato quindi opportuno riconoscerne il merito assicurando la prosecuzione dell'attività aziendale.

In linea con quanto previsto dalla disciplina sono stati redatti i documenti principali necessari per l'attuazione della fusione ovvero il progetto di fusione, la relazione dell'organo amministrativo accompagnato dal piano economico-finanziario e la relazione dell'organo di revisione.

Ai fini dell'attuazione della fusione, invece, le parti sono convenute alla scelta di rinunciare all'unanimità alla predisposizione della situazione patrimoniale delle società partecipanti alla fusione di cui all'art. 2501-*quater* nonché alla relazione degli esperti in merito alla congruità del rapporto di cambio disciplinata dall'art. 2501-*sexies* del Codice Civile.

Infine, si segnala che, pur essendo in presenza di una fusione per incorporazione sostanzialmente totalitaria non è comunque applicabile, secondo quanto disposto dalla disciplina della fusione con acquisizione a seguito di indebitamento di cui all'art. 2501-*bis* del Codice Civile, la procedura semplificata prevista dagli articoli 2505 e 2505-*bis* del Codice Civile.

## 4.3 Società partecipanti alla fusione

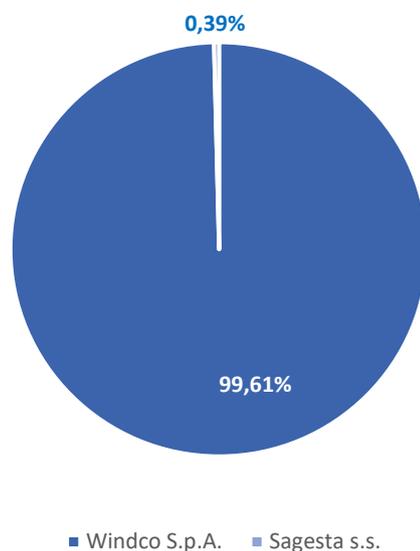
### 4.3.1 Incorporante: Sanlorenzo S.p.A.

#### Dati anagrafici

Denominazione	Sanlorenzo S.p.A.
Tipo	Società per azioni
Sede Legale	Ameglia (SP) – Via Armezzone n.3
Capitale sociale	Sottoscritto e versato 30.000.000
Registro delle imprese	Riviere di Liguria – Imperia La Spezia Savona

#### Azionariato ante-fusione

#### Azionariato Sanlorenzo S.p.A.



---

La società Sanlorenzo S.p.A. risultava partecipata dai seguenti azionisti:

- Windco S.p.A. con una quota di maggioranza pari al 99,61% del capitale sociale pari ad Euro 29.882.414;
- Segesta s.s. per la restante quota del 0,39% del capitale sociale pari ad Euro 117.586.

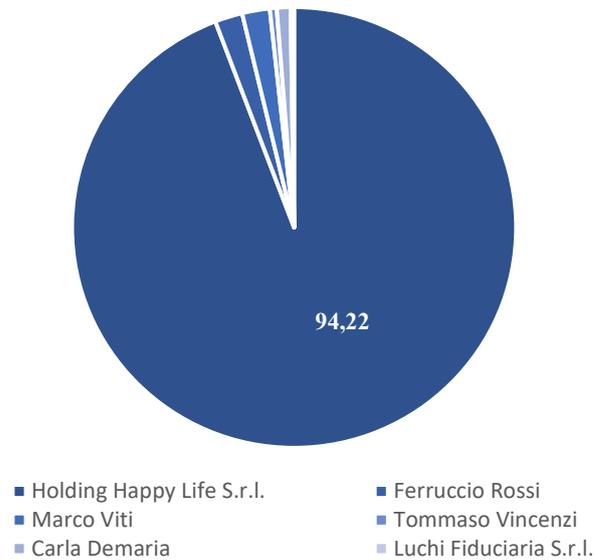
### 4.3.2 Incorporata: Windco S.p.A

#### Dati anagrafici

Denominazione	Windco S.p.A.
Tipo	Società per azioni
Sede Legale	Torino – Via Ettore de Sonnaz n.19
Capitale sociale	Sottoscritto e versato 11.878.000
Registro delle imprese	Torino

#### Azionariato ante-fusione

##### Azionariato Windco S.p.A.



La società Windco S.p.A., anteriormente alla fusione, era partecipata dai seguenti azionisti:

- Holding Happy Life S.r.l. con una quota di maggioranza al 94,22% pari ad Euro 11.191.169;
- Ferruccio Rossi con una quota del 2,01% pari ad Euro 238.898,
- Marco Viti con una quota del 2,01% pari ad Euro 238.898;
- Tommaso Vincenzi con una quota del 0,50% pari ad Euro 59.724;
- Carla Demaria con una quota del 1,00% pari ad Euro 119.449;
- Luchi Fiduciaria S.r.l. con una quota del 0,25% pari ad Euro 29.862

### 4.3.3 Società risultante dalla fusione: Sanlorenzo S.p.A.

#### Dati anagrafici

Denominazione	Sanlorenzo S.p.A.
Tipo	Società per azioni
Sede Legale	Ameglia (SP) – ViaArmezzone n.3
Capitale sociale	Sottoscritto e versato 30.000.000
Registro delle imprese	Riviere di Liguria – Imperia La Spezia Savona

**SANLORENZO**

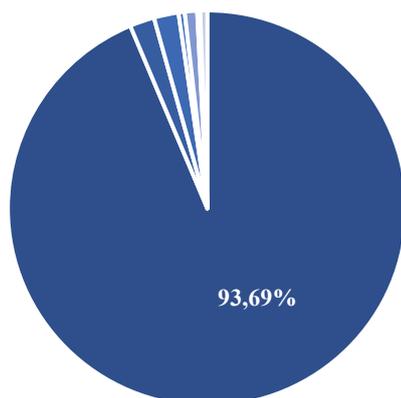
#### Descrizione del business

La società Sanlorenzo S.p.A., come indicato da statuto, ha come oggetto sociale la progettazione, la produzione e la commercializzazione di imbarcazioni e navi da diporto in vetroresina, acciaio e alluminio nonché la manutenzione e il noleggio delle stesse. La società può altresì svolgere queste attività per conto di terzi. Inoltre, Sanlorenzo S.p.A. si occupa della costruzione e della gestione, sia in Italia che all'estero, di approdi turistici e di altre opere marittime di interesse turistico.

#### Azionariato *post*-fusione

A seguito della fusione, la società Sanlorenzo S.p.A. risulta essere così partecipata:

#### Azionariato Lorenzo S.p.A.



- Holding Happy Life S.r.l.
- Ferruccio Rossi
- Marco Viti
- Tommaso Vincenzi
- Carla De Maria
- Luchi Fiduciaria S.r.l.
- Segesta s.s.

La società Sanlorenzo S.p.A., successivamente alla fusione, presenta il seguente azionariato:

- Holding Happy Life S.r.l. con una quota pari al 93,69% rappresentata da 28.107.000 azioni;
- Ferruccio Rossi con una quota pari al 2,00% rappresentata da 600.000 azioni;
- Marco Viti con una quota pari al 2,00% rappresentata da 600.000 azioni;
- Carla De Maria con una quota pari al 1,00% rappresentata da 300.000 azioni;
- Segesta s.s. con una quota pari al 0,56% rappresentata da 168.000 azioni;
- Tommaso Vincenzi con una quota pari al 0,50% rappresentata da 150.000 azioni;
- Luchi Fiduciaria S.r.l. con una quota pari al 0,25% rappresentata da 75.000 azioni.

#### **4.4 Attuazione della fusione**

In comune accordo, le assemblee delle due società hanno deciso di procedere, nel corso del 2019, con la fusione per incorporazione inversa della società Windco S.p.A. (la controllante) nella società Sanlorenzo S.p.A. (la controllata). Anteriormente alla fusione, infatti, la società Windco S.p.A. ne aveva ottenuto il controllo, detenendo così una quota del 99,61% del capitale sociale della società Sanlorenzo S.p.A. Tale capitale era stato acquisito mediante un conferimento parziale di quote della Holding Happy Life S.r.l.; azionista di maggioranza della società Windco S.p.A., per un ammontare pari al 52,65% del capitale sociale e per la restante quota del 46,96%, la società aveva fatto ricorso al finanziamento di terzi. Per questo motivo tale fusione è stata catalogata come fusione realizzata a leva e di conseguenza si è applicata la disciplina di cui all'art. 2501-*bis* che regolamenta, nel nostro ordinamento giuridico, la fusione con acquisizione a seguito di indebitamento.

La procedura di attuazione della fusione segue nei tratti principali, il procedimento richiesto per la fusione cd. classica avendo però maggiori accortezze sia in ambito informativo che procedurale.

Ai sensi dell'art. 2501-*bis* e successivi commi la società che realizza la fusione con indebitamento è tenuta alla predisposizione dei seguenti documenti:

- i) progetto di fusione (comma 2);
- ii) relazioni degli amministratori comprensiva del piano economico-finanziario (comma 3);
- iii) relazione degli esperti (comma 4);
- iv) relazione del revisore legale allegata al progetto di fusione (comma 5).

Si segnala che, per quanto riguarda la relazione degli esperti di cui all'art. 2501-*sexies*, in merito alla congruità sul rapporto di cambio, è stata omessa posto che tutti gli azionisti, con consenso unanime, ne hanno espresso la rinuncia e non vi è la presenza di possessori di strumenti finanziari.

#### 4.4.1 Il progetto di fusione

Il primo documento necessario per l'attuazione della fusione risulta essere il progetto di fusione, il quale è disciplinato dall'art. 2501-*ter* del Codice Civile che ne delinea gli elementi principali. In aggiunta, per le fusioni con acquisizione a seguito di indebitamento viene poi richiesto di “*indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione*<sup>175</sup>” con l'obiettivo di dimostrare la sostenibilità finanziaria dell'operazione ovvero che la società incorporante sia in grado di generare flussi di cassa sufficienti per ripagare il debito contratto. In data 1° aprile 2019 la società controllante WindCo S.p.A. e la società controllata Sanlorenzo S.p.A. hanno presentato il progetto congiunto di fusione per incorporazione inversa di WindCo S.p.A. nella Sanlorenzo S.p.A.

Il progetto è stato predisposto sulla base del bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 2018 della società controllata Sanlorenzo S.p.A e di quello della società controllante Windco S.p.A. ciascuno approvato dai rispettivi organi amministrativi in carica delle società coinvolte.

La fusione è stata successivamente approvata anche dalle assemblee degli azionisti delle rispettive società in data 15 aprile 2019.

##### 4.4.1.1 Rapporto di cambio

Per effetto della fusione, si è determinato, tenendo in considerazione le quote già in possesso anteriormente alla fusione dei rispettivi soci della società Sanlorenzo S.p.A. e della società Windco S.p.A , il concambio delle azioni come illustrato in seguito:

###### Situazione ante-fusione

Socio	N° azioni	Quota detenuta	Società partecipata
Holding Happy Life S.r.l.	11.191.169	94,22%	Windco S.p.A.
Ferruccio Rossi	238.898	2,01%	Windco S.p.A.
Marco Viti	238.898	2,01%	Windco S.p.A.
Carla Demaria	119.449	1,06%	Windco S.p.A.
Tommaso Vincenzi	59.724	0,50%	Windco S.p.A.
Luchi Fiduciaria S.r.l.	29.862	0,25%	Windco S.p.A.
Segesta s.s.	117.586	0,39%	Sanlorenzo S.p.A

<sup>175</sup> Si veda art. 2501-*bis*, comma 2, Codice Civile

### Situazione *post*-fusione

<b>Socio</b>	<b>N° azioni</b>	<b>Quota detenuta</b>	<b>Società partecipata</b>
Holding Happy Life S.r.l.	28.107.000	93,69%	Sanlorenzo S.p.A
Ferruccio Rossi	600.000	2,00%	Sanlorenzo S.p.A
Marco Viti	600.000	2,00%	Sanlorenzo S.p.A
Carla Demaria	300.000	1,00%	Sanlorenzo S.p.A
Tommaso Vincenzi	150.000	0,50%	Sanlorenzo S.p.A
Luchi Fiduciaria S.r.l.	75.000	0,25%	Sanlorenzo S.p.A
Segesta s.s.	168.000	0,56%	Sanlorenzo S.p.A

Come emerge dall'analisi delle due tabelle, mediante la fusione per incorporazione di Windco S.p.A. in Sanlorenzo S.p.A. viene meno l'esistenza della prima società perché si è estinta proprio a seguito della fusione. Di conseguenza, viene meno anche il possesso delle azioni da parte dei soci della stessa. Pertanto, sono state date in cambio azioni della nuova società in base alla nuova quota di spettanza determinata in sede di concambio. In particolare, le azioni della Windco S.p.A. sono state sostituite da 29.832.000 azioni della società Sanlorenzo al valore unitario di un euro, assegnate ai soci in misura proporzionale alle precedenti quote di partecipazione al capitale sociale. Sanlorenzo S.p.A. non attua alcun aumento di capitale a seguito dell'operazione e non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Ai sensi dell'art. 2501-*ter* le azioni Sanlorenzo S.p.A. di nuova assegnazione partecipano agli utili a partire dalla data di inizio esercizio sociale della stessa.

Uniformemente a quanto già illustrato nel terzo capitolo, anche per la fusione realizzata a leva devono intercorrere almeno trenta giorni tra l'iscrizione nel registro delle imprese del progetto di fusione o della sua pubblicazione nel sito Internet e la data fissata per l'atto della fusione stessa, salvo che non vi sia il rinunciato ai termini con il consenso unanime dei soci.

#### **4.4.2 Relazione degli amministratori e piano economico-finanziario**

Ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile, gli amministratori sono tenuti a predisporre la relazione dell'organo amministrativo volta a giustificare sotto il profilo economico e giuridico il progetto di fusione, illustrato nel precedente paragrafo.

Dopo aver esaminato il piano economico-finanziario, gli amministratori hanno potuto attestare che la società è in grado di generare, in autonomia, i flussi di cassa futuri necessari a colmare il fabbisogno finanziario senza fare ricorso ad ulteriore indebitamento.

Il piano è stato preparato simulando i flussi futuri della società in un arco temporale di sette anni prendendo come riferimento gli anni dal 2019 al 2025; data di scadenza del finanziamento. Sono state oggetto di analisi le principali variabili economiche e finanziarie rilevanti ai fini di influenzare l'andamento della società. Il piano è stato inoltre redatto a livello consolidato di gruppo (presenta lo stesso perimetro di consolidamento solitamente applicato dalla società Sanlorenzo S.p.A. in sede di redazione del bilancio annuale) a cui è stata aggiunta la società Windco S.p.A. andando ad elidere eventuali poste infragruppo.

Alla base del *business plan* sono state poste delle assunzioni ragionevoli volte a guidare le previsioni del piano. Nel dettaglio, sono state individuate le seguenti *assumptions*:

- sviluppo del valore della produzione: si prevede un incremento dei ricavi che possa riflettere la strategia di sviluppo aziendale dove è in previsione l'avvio di nuove sedi operative nonché l'ampliamento della gamma dei prodotti offerti al mercato. In particolare, si prospetta un aumento degli ordini che coinvolgono gli Yacht e SuperYacht, *trend* in crescita sulla base degli ultimi ordini in portafoglio;
- Sviluppo dei costi diretti di produzione: la società presenterà nei primi quattro anni anche una crescita dei costi diretti alla produzione in linea con l'aumento dei volumi attesi;
- Andamento primo margine: si presume una leggera e continua crescita del margine di contribuzione dovuta ad un lieve aumento dei prezzi unitari di vendita ed accompagnato da un maggior efficientamento produttivo;
- Sviluppo dei costi operativi e di struttura: coerentemente con quanto illustrato sinora vi sarà anche un incremento dei costi operativi;
- Andamento EBITDA: come conseguenza dell'aumento del margine di contribuzione e dell'andamento dei costi si annuncia una crescita anche del margine operativo lordo;
- Ammortamenti ed accantonamenti: nuovi ammortamenti saranno attuati in vista dei futuri investimenti che verranno fatti nelle sedi di nuova acquisizione (Ameglia, Massa, La Spezia e Viareggio);
- Razionalizzazione della struttura: proprio grazie alla fusione vi sarà un'ottimizzazione dei processi aziendali. Tuttavia, non sono state previste modifiche dell'assetto della struttura aziendale;
- Stima del carico fiscale: in merito all'onere fiscale si è tenuto come dato di riferimento quanto indicato dall'ultimo bilancio chiuso al 31 dicembre 2018 ovvero pari a circa il 30% dell'utile *ante* imposte;

- Stima degli oneri finanziari netti: la stima è stata effettuata sulla base dei tassi d'interesse applicati al debito confrontandoli con quelli già in essere in altri finanziamenti;
- Capital expenditures: si prevede un incremento degli investimenti industriali volti ad incrementare la capacità produttiva degli impianti per lo sviluppo di nuovi prodotti;
- Capitale circolante: il capitale circolante è previsto in crescita, in linea con l'andamento dei ricavi. Un miglioramento dello stesso sarà dovuto anche all'efficientamento dei giorni di dilazione, infatti, la società presume una riduzione dei giorni di incasso;
- Dividendi: non è prevista alcuna distribuzione di dividendi nel corso degli anni soggetti ad analisi del piano (2020-2025);
- Finanziamenti: si presume il regolare rimborso delle quote dei finanziamenti posti in essere sulla base di quanto pattuito nei rispettivi contratti.

Il *Business Plan* che analizza gli anni dal 2019 al 2025 può essere sintetizzato nei seguenti prospetti:

- Conto economico previsionale
- Stato patrimoniale previsionale
- Cash flow previsionale

### Conto economico previsionale

dati in mln/€	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Valore della Produzione	463,0	520,1	556,1	617,5	640,9	647,2	649,8
Costi diretti di produzione	-329,9	-367,0	-390,2	-432,6	-447,0	-450,0	-449,5
<b>Primo Margine</b>	<b>133,1</b>	<b>153,1</b>	<b>165,9</b>	<b>184,9</b>	<b>193,9</b>	<b>197,2</b>	<b>200,3</b>
Costi Indiretti e di Struttura	-76,8	-88,7	-95,9	-101,9	-107,4	-110,1	-112,8
<b>EBITDA</b>	<b>56,3</b>	<b>64,4</b>	<b>70,0</b>	<b>83,0</b>	<b>86,5</b>	<b>87,1</b>	<b>87,5</b>
<i>EBITDA %</i>	<i>12,20%</i>	<i>12,40%</i>	<i>12,60%</i>	<i>13,40%</i>	<i>13,50%</i>	<i>13,50%</i>	<i>13,50%</i>
Ammortamenti	-18,3	-21,1	-20,5	-22,4	-23,8	-23,8	-23,8
Oneri finanziari	-3,5	-3,6	-3,1	-2,9	-2,4	-2,1	-1,8
Proventi/Oneri straordinari	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Utile ante imposte</b>	<b>34,8</b>	<b>39,6</b>	<b>46,4</b>	<b>57,7</b>	<b>60,4</b>	<b>61,3</b>	<b>62,0</b>
<i>Utile ante imposte %</i>	<i>7,50%</i>	<i>7,60%</i>	<i>8,40%</i>	<i>9,40%</i>	<i>9,40%</i>	<i>9,50%</i>	<i>9,50%</i>
Imposte	-10,4	-11,9	-13,9	-17,3	-18,1	-18,4	-18,6
<b>Utile Netto</b>	<b>24,4</b>	<b>27,7</b>	<b>32,5</b>	<b>40,4</b>	<b>42,3</b>	<b>42,9</b>	<b>43,4</b>

*Figura 12 Conto economico riclassificato*

Nella situazione economica presentata dagli amministratori è possibile notare che, per il periodo 2019-2025, si prospetta un *trend* positivo di crescita dovuto sia all'aumento dei volumi di vendita che all'efficientamento dei costi di produzione. Tale crescita riguarda *in primis* il valore della produzione ma impatta anche i principali margini. Il picco massimo viene raggiunto nell'anno 2023 per poi stabilizzarsi nell'ultimo biennio 2024-2025 a causa della progressiva saturazione della capacità produttiva posto che non sono previsti ulteriori investimenti nel piano.

Il gruppo, secondo quanto prospettato, riuscirà quindi a creare la ricchezza necessaria per finanziare il debito ottenuto a seguito della fusione.

### **Stato patrimoniale previsionale**

dati in mln/€	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Immobilizzazioni	134,1	134,6	137,3	136,7	134,8	132,4	131,0
Riman. magazzino nette	110,0	119,8	133,1	149,3	159,3	176,7	199,9
Crediti verso clienti	28,7	29,6	30,4	32,3	34,2	34,9	35,4
Altri crediti	25,6	26,2	27,4	29,6	32,2	32,5	32,5
Disponibilità liquide	44,9	45,6	41,5	50,9	64,7	69,7	64,5
<b>Totale attivo</b>	<b>343,4</b>	<b>355,8</b>	<b>369,7</b>	<b>398,8</b>	<b>425,3</b>	<b>446,2</b>	<b>463,3</b>
Patrimonio netto	88,0	115,7	148,3	188,7	231,0	273,9	308,3
Debiti finanziati	122,5	97,6	72,2	47,4	28,7	14,0	5,4
Debiti verso fornitori	109,5	118,6	125,4	138,1	142,7	137,4	131,0
Altri debiti e fondi	23,3	23,9	23,8	24,6	22,9	20,9	18,6
<b>Totale passivo</b>	<b>343,4</b>	<b>355,8</b>	<b>369,7</b>	<b>398,8</b>	<b>425,3</b>	<b>446,2</b>	<b>463,3</b>

*Figura 13 Stato patrimoniale riclassificato*

Anche per lo Stato patrimoniale, così come per il Conto economico, si ipotizza un andamento positivo ed in crescita per i successivi sette anni. Come si può evincere dal prospetto le due voci dell'attivo di maggiore rilevanza risultano essere il capitale fisso costituito dalle immobilizzazioni e le rimanenze di magazzino in linea con il *business* aziendale.

Dal lato del passivo, invece, si rileva una quota considerevole di debiti finanziari nell'anno 2019 dovuta principalmente all'accollo del debito a seguito della fusione per incorporazione con la società Windco S.p.A. Tuttavia, tale debito verrà rimborsato nel corso del piano fino ad azzerarsi. Infine, si prospetta anche un incremento del patrimonio netto probabilmente dovuto al reinvestimento degli utili generati trattenuti in azienda (cd. autofinanziamento) nonché alle operazioni straordinarie che la società prevede di effettuare nel corso degli anni presi in esame.

## Cash flow previsionale

dati in mln/€	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PFN m/l iniziale	-81,1	-122,5	-97,6	-72,2	-47,4	-28,7	-14,0
PFN b/t iniziale	60,7	44,9	45,5	41,5	50,8	64,7	69,7
<b>Tot. PFN iniziale</b>	<b>-20,4</b>	<b>-77,6</b>	<b>-52,1</b>	<b>-30,7</b>	<b>3,5</b>	<b>36,0</b>	<b>55,7</b>
Risultato di Esercizio	24,4	27,7	32,5	40,4	42,3	42,9	43,4
Ammortamenti	18,3	21,1	20,5	22,5	23,8	23,8	23,8
Variazione CCN	-12,6	-1,7	-8,5	-6,8	-11,7	-25,5	-32,5
<b>Current Cash Flow</b>	<b>30,1</b>	<b>47,1</b>	<b>44,6</b>	<b>56,1</b>	<b>54,4</b>	<b>41,2</b>	<b>34,7</b>
Investimenti	-42,8	-21,5	-23,2	-21,9	-21,8	-21,5	-22,4
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>-12,7</b>	<b>25,5</b>	<b>21,4</b>	<b>34,1</b>	<b>32,6</b>	<b>19,7</b>	<b>12,4</b>
Variazione finanz.ti m/l	1,3	-24,9	-25,4	-24,8	-18,7	-14,7	-8,6
Altre variaz. PN	-4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-9,0
<b>Totale Cash Flow</b>	<b>-16,0</b>	<b>0,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>9,3</b>	<b>13,9</b>	<b>5,0</b>	<b>-5,2</b>
PFN b/t da fusione	0,2						
PFN m/l da fusione	-40,1						
<b>Totale PFN Finale</b>	<b>-77,6</b>	<b>-52,1</b>	<b>-30,7</b>	<b>3,5</b>	<b>36,0</b>	<b>55,7</b>	<b>59,1</b>
PFN b/t finale	44,9	45,5	41,5	50,8	64,7	69,7	64,5
PFN m/l finale	-122,5	-97,6	-72,2	-47,4	-28,7	-14,0	-5,4

Figura 14 Cash flow rettificato

L'analisi delle movimentazioni monetarie risultanti dal Rendiconto finanziario evidenzia la stessa tendenza positiva già riscontrata nei precedenti prospetti contabili.

A conclusione dell'analisi, è possibile quindi affermare che emerge un flusso di cassa positivo, anche in considerazione delle disponibilità liquide già presenti, sufficiente a far fronte alle rate di rimborso del finanziamento intrapreso dalla Windco S.p.A. e successivamente traslato alla società Sanlorenzo S.p.A. a seguito della fusione per incorporazione della prima società nella seconda.

In aggiunta, oltre alle informazioni desumibili dal piano economico-finanziario anche il *trend* positivo emerso negli ultimi anni dalla società permette di rassicurare gli intermediari finanziari facendo ragionevolmente ritenere che la società Sanlorenzo S.p.A. sarà in grado di adempiere ai propri obblighi finanziari.

Tuttavia, le previsioni sono state poste in uno scenario ottimista presumendo un aumento delle vendite e una riduzione dei costi. Non si esclude però che i dati previsionali simulati possano subire un cambiamento di scenario dovuto a variazioni dei fattori macroeconomici nel medio-lungo periodo.

#### 4.4.2.1 Ragioni economiche dell'operazione

La relazione, ai sensi dell'art. 2501-*bis* comma 3 del Codice Civile, deve poi contenere, nel caso specifico di fusione *Leveraged Buy Out*, anche le ragioni economiche e gli obiettivi che si intendono perseguire mediante la fusione.

La società Windco S.p.A ha scelto *in primis* di acquisire la società Sanlorenzo S.p.A. e procedere successivamente con la fusione per incorporazione nella stessa poiché quest'ultima presentava dei risultati positivi della gestione caratteristica che facevano presumere un'elevata capacità di generare flussi di cassa futuri. Questo elemento è stato poi determinante nella decisione di operare una fusione inversa con indebitamento cd. *Merger Leveraged Buy Out* come illustrato all'interno dell'art. 2501-*bis* del Codice Civile. La società Sanlorenzo S.p.A. ha conseguito tali obiettivi negli ultimi anni soprattutto grazie al posizionamento e alla riconoscibilità del marchio nel settore nautico.

In particolare, dall'analisi dei *trend* storici e delle prospettive emerse nel piano economico-finanziario, illustrato anteriormente all'interno della relazione degli amministratori di cui all'art. 2501-*quinquies*, si è ritenuto che la società Sanlorenzo S.p.A. fosse in grado, con la propria liquidità futura, di far fronte al pagamento del debito contratto dalla Windco S.p.A. per l'acquisizione delle partecipazioni nella stessa.

Di seguito vengono riepilogate in sintesi le principali voci economiche e finanziarie consolidate che dimostrano la solidità e la capacità della società incorporante di generare liquidità nel futuro.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Fatturato</b>	463,0	520,1	556,1	617,5	640,9	647,2	649,8
<b>Utile</b>	24,4	27,7	32,5	42,3	42,3	42,9	43,4
<b>Attivo</b>	544,0	526,3	562,0	642,7	642,7	667,5	671,8
<b>PN</b>	88,0	115,7	148,3	231,0	231,0	273,9	308,3

Tali incrementi previsionali saranno guidati dai seguenti *Key items*:

- Ampliamento della gamma produttiva relativa al *core business*;
- Ampliamento degli spazi produttivi con apertura di nuove sedi;
- Espansione in nuovi segmenti di mercato.

La società, infatti, desidera potenziare ed incrementare il proprio polo della nautica di lusso offrendo una gamma sempre più vasta di imbarcazioni volte a soddisfare le esigenze di qualsiasi cliente. Sanlorenzo S.p.A. intende raggiungere tale obiettivo acquisendo nuove risorse e competenze professionali anche mediante l'eventuale integrazione con altre società come accade in questo caso con la società Windco S.p.A.

#### 4.4.2.2 Situazione debitoria ante fusione

Un requisito necessario al fine di individuare la società *target*, come si è visto nel corso del terzo capitolo, risulta essere la solidità patrimoniale della stessa nonché la presenza di un'elevata liquidità. Inoltre, il grado di indebitamento della società deve essere contenuto per consentire alla società di far fronte al nuovo finanziamento che le verrà accollato a seguito della fusione inversa.

Con l'obiettivo di individuare la situazione economico-finanziaria della Sanlorenzo S.p.A. si propone il calcolo di alcuni indici fondamentali prendendo come riferimento i valori espressi all'interno della relazione annuale del 2018, tra cui:

<b>Indici</b>	<b>Valore al 31.12.2018</b>
Indice di solidità	0,3
Indice di patrimonializzazione	0,4
Indice indebitamento <sup>176</sup>	0,8
Indice di indebitamento netto <sup>177</sup>	0,2
Indice di sostenibilità del debito	0,7
EBITDA <i>margin</i>	10,5%
<i>Return On Sales</i>	7,2%

Dall'analisi dei principali indici calcolati emerge che la società non risulta essere molto solida e presenta un grado di indebitamento abbastanza elevato. Tuttavia, possiede un'ottima capacità di generare liquidità mediante l'attività operativa e pertanto, è in grado di rimborsare i debiti assunti per mezzo della cassa. Inoltre, la società riesce a sostenere i costi operativi e coprire eventuali oneri finanziari. Infine, Sanlorenzo S.p.A. gode di una buona redditività della gestione operativa, la quale conferma l'efficacia del processo di efficientamento dei costi attuato dall'azienda.

<sup>176</sup> Indice indebitamento (*gearing ratio*): calcolato come rapporto tra i debiti finanziari e il patrimonio netto della società.

<sup>177</sup> Indice di indebitamento netto: determinato dal rapporto tra la posizione finanziaria netta e il patrimonio netto.

Nel dettaglio, viene data illustrazione dei finanziamenti verso banche in essere al 31.12.2018 nel gruppo Sanlorenzo S.p.A., situazione di partenza sulla quale sono state fatte le valutazioni aziendali ai fini della fusione con indebitamento di Windco S.p.A. in Sanlorenzo S.p.A.

(in migliaia di Euro)		31 dicembre 2018				
	Valore nominale	Scritture	Valore contabile	Entro l'anno	Da 1 a 5 anni	Oltre 5 anni
<b>Sanlorenzo S.p.A.</b>						
Banco BPM – Mutuo chirografario €5M 30.06.22	3.684	(79)	3.605	1.015	2.590	–
Banco BPM – Mutuo chirografario €6M 29.12.23	6.000	(44)	5.956	1.162	4.794	–
Banco BPM – Mutuo ipotecario €7,75M 31.12.25	4.413	(66)	4.349	590	2.502	1.257
Banco BPM – Mutuo ipotecario €814k 31.12.2030	–	–	–	–	–	–
Banco BPM – Mutuo ipotecario €7,41M 31.12.2030	–	–	–	–	–	–
Banco Di Sardegna – Mutuo chirografario €5M 28.03.23	4.269	(15)	4.254	979	3.275	–
BNL – Mutuo ipotecario €6,25M 12.12.19	1.042	(17)	1.025	1.025	–	–
Cassa Di Risparmio Di Bra – Mutuo chirografario €5M 28.03.23	4.269	(15)	4.254	979	3.275	–
Carige – Mutuo chirografario €2,5M 28.02.19	418	–	418	418	–	–
Carige – Mutuo chirografario €5M 31.12.23	5.000	(22)	4.978	966	4.012	–
Crédit Agricole – Mutuo ipotecario €15M 29.11.28	15.000	(116)	14.884	721	6.054	8.109
Creval – Mutuo chirografario €7M 05.07.23	6.664	(14)	6.650	1.352	5.298	–
Deutsche Bank – Mutuo chirografario €7,5M 31.03.23	6.375	(16)	6.359	1.494	4.865	–
Intesa Sanpaolo – Mutuo chirografario €3M 13.07.22	2.250	(2)	2.248	599	1.649	–
MPS – Mutuo chirografario €2,5M 30.06.19	1.071	(1)	1.070	1.070	–	–
MPS – Mutuo chirografario €6M 31.12.23	6.000	(30)	5.969	1.190	4.779	–
UBI – Mutuo chirografario €5M 06.06.21	4.179	(18)	4.161	1.646	2.515	–
UniCredit – Mutuo chirografario €15M 31.12.22	12.000	(49)	11.951	2.979	8.972	–
<b>Bluegame S.r.l.</b>						
Banco BPM – Mutuo chirografario €350k 31.01.22	273	(1)	271	85	186	–
<b>Sanlorenzo of the Americas LLC</b>						
LH Finance – Finanziamento \$4,2M 30.06.19	4.010	–	4.010	4.010	–	–
<b>Totale</b>	<b>86.917</b>	<b>(505)</b>	<b>86.412</b>	<b>22.280</b>	<b>54.766</b>	<b>9.366</b>

Figura 15 Debiti finanziari al 31.12.2018

Dal prospetto emerge che il gruppo ha contratto finanziamenti verso banche per un ammontare totale di Euro 86.917 di cui 82.634 detenuti dalla capogruppo Sanlorenzo S.p.A. I finanziamenti pur costituendo un ammontare rilevante del passivo, sono nella maggior parte dei casi, debiti a breve-medio termine il cui pagamento è previsto nel periodo massimo di cinque anni.

A conclusione dell'analisi è possibile affermare quindi che la società, pur presentando un discreto livello di indebitamento, riesce senza alcuna difficoltà a rimborsare i debiti contratti grazie all'elevata capacità di generare flussi di cassa derivanti dalle vendite delle imbarcazioni.

#### **4.4.2.3 Caratteristiche del debito e piano di rimborso**

Infine, all'interno della relazione dell'organo amministrativo, viene richiesta la predisposizione di un piano di rientro del debito con l'obiettivo di valutare, in base alle risorse finanziarie che la società *target* è in grado di generare tramite i propri *cash flow* o eventualmente reperire tramite la vendita di eventuali immobilizzazioni e le tempistiche di restituzione del prestito.

La società Windco S.p.A. nel dicembre 2018 al fine di acquisire le partecipazioni della Sanlorenzo S.p.A., pari al 46,96% del capitale della stessa, ha fatto ricorso al finanziamento per complessivi Euro 52,87 milioni così concessi:

- Da un *pool* di banche costituito da Mediocredito Italiano S.p.A. e Unicredit S.p.A. in qualità di banche finanziatrici e Banca IMI S.p.A. come agente per un ammontare di Euro 40,07 milioni;
- Dal socio Holding Happy Life S.r.l. per complessivi Euro 12,8 milioni erogati in due *tranche* nel dicembre 2018.

L'analisi si focalizza sul finanziamento concesso dal *pool* di banche dove viene data di seguito rappresentazione del piano di restituzione di durata pari a 7 anni composto da 12 rate semestrali, come illustrato di seguito.

Data pagamento	% Rimborso	Importo rata	Debito residuo
31.12.2018	-	-	40.070.000
30.06.2019	-	-	40.070.000
31.12.2019	5,00%	2.003.500	38.066.500
30.06.2020	6,25%	2.504.375	35.562.125
31.12.2020	6,25%	2.504.375	33.057.750
30.06.2021	7,50%	3.005.250	30.052.500
31.12.2021	7,50%	3.005.250	27.047.250
30.06.2022	8,75%	3.506.125	23.541.125
31.12.2022	8,75%	3.506.125	20.035.000
30.06.2023	10,00%	4.007.000	16.028.000
31.12.2023	10,00%	4.007.000	12.021.000
30.06.2024	11,25%	4.507.875	7.513.125
31.12.2024	11,25%	4.507.875	3.005.250
30.06.2025	7,50%	3.005.250	-
TOTALE	100,00%	40.070.000	-

Il finanziamento è stato concesso a patto che venissero rispettate le seguenti condizioni contrattuali:

- Tasso di interesse Euribor 6 mesi con un margine di 275 bps ed eventualmente modificabile in base al *Leverage Ratio*;
- Copertura tasso di interesse base con contratti di *Interest Rate Swap* fino al 31.12.2021;
- Corresponsione degli interessi maturati a fronte dei pagamenti delle rate;
- Previsione rimborso obbligatorio parziale in 12 rate semestrali posticipate nel caso di eccesso di cassa a partire dal 31.12.2019;
- Durata del rimborso 7 anni con 12 rate semestrali di cui l'ultima il 30 giugno 2025.

L'intero finanziamento ottenuto per l'acquisizione delle partecipazioni in Sanlorenzo S.p.A. è stato garantito inizialmente con pegno sulle azioni della società Windco S.p.A. e successivamente dalla Sanlorenzo S.p.A. a seguito della fusione, posto che il debito viene traslato in quest'ultima, la quale dovrà farsene carico garantendolo mediante il pegno posto sulle proprie azioni.

#### 4.4.3 Relazione del revisore legale

La società KPMG S.p.A., in qualità di organo di revisione, in data 12 aprile 2019 ha rilasciato la relazione di cui all'art. 2501-*bis*, co. 5 del Codice Civile la quale deve essere allegata al progetto di fusione. Attraverso questa relazione, KPMG S.p.A. dichiara che, dopo aver esaminato il piano

economico-finanziario relativo al periodo 2019-2025 predisposto dall'organo amministrativo ed approvato in data 1° aprile 2019, non sono emerse ragioni per le quali ritenere invalide le ipotesi prospettate dal piano. Si presume quindi la sua realizzabilità, assumendo il verificarsi delle assunzioni ipotetiche illustrate. Non si escludono delle variazioni in corso d'opera posto che potrebbero sussistere dei fattori macroeconomici che potrebbero influire negativamente sulle prospettive ipotizzate.

L'organo di revisione attesta inoltre che l'elaborazione del piano è avvenuta in linea ai principi contabili applicati dalle società Sanlorenzo S.p.A. e Windco S.p.A. nella redazione del rispettivo ultimo bilancio d'esercizio consolidato chiuso al 31 dicembre 2018.

#### **4.5 Motivazioni della fusione**

La fusione effettuata tra la società Sanlorenzo S.p.A. e la società Windco S.p.A. è riconducibile ad un'operazione di riorganizzazione aziendale in quanto la società Windco, era già in possesso anteriormente alla fusione, di una quota di maggioranza presso la Sanlorenzo e a seguito dell'acquisto della restante quota minoritaria si è solo perfezionato l'ottenimento del controllo completo. Il passaggio successivo, ovvero quello di attuare la fusione, è stato ideato *in primis* con lo scopo di snellire e ottimizzare la struttura del gruppo dato che la società risultava interamente partecipata. Inoltre, la società *target* ovvero Sanlorenzo S.p.A. possedeva, fin da questo momento, un ottimo posizionamento strategico nel mercato nautico, conseguito negli anni grazie all'unicità e alla sostenibilità che contraddistinguono i prodotti firmati Sanlorenzo, pertanto, la fusione ha rappresentato anche un'operazione di *branding*<sup>178</sup> a favore della società incorporante.

La scelta di procedere poi proprio con la fusione per incorporazione inversa della Windco nella Sanlorenzo al posto di quella per incorporazione diretta è dovuta ai vantaggi che questa permette di conseguire. Infatti, in questo modo, si è evitato il trasferimento delle proprietà immobiliari ed immateriali (principalmente licenze) nonché delle concessioni amministrative già in possesso della società controllata garantendo così il principio di continuità aziendale. Effettuando quindi la fusione secondo questo verso, ha consentito di mantenere pressoché invariati i rapporti già posti in essere dalla società Sanlorenzo S.p.A. con i propri clienti, con i fornitori e con il personale dipendente snellendo la procedura di attuazione e riducendo gli oneri.

Infine, si è deciso di effettuare una fusione con indebitamento in quanto la società obiettivo, individuata per l'attuazione della fusione ovvero Sanlorenzo S.p.A., presentava un'ottima capacità reddituale giustificata dalle prospettive di incremento dei ricavi netti guidati dall'aumento degli ordini

---

<sup>178</sup> *Branding*: insieme di attività e operazioni strategiche poste in essere dall'azienda per migliorare la diffusione del *brand* e permetterne il consolidamento.

effettuati dai clienti e dall'efficientamento dei costi. Questa situazione risultava particolarmente favorevole per poter traslare alla società incorporante il debito sostenuto dalla società incorporata ovvero dalla Windco S.p.A. senza però affaticare eccessivamente la stabilità finanziaria della Sanlorenzo S.p.A.

#### **4.6 Tutela dei soci di minoranza**

Ai fini di tutelare i soci di minoranza coinvolti nel processo di fusione le parti hanno inserito all'interno dello statuto delle clausole volte a limitare il trasferimento delle partecipazioni. In particolare, sono state inserite delle clausole di co-vendita e trascinamento.

Oggetto di analisi in questo caso sono le seguenti clausole: *Tag Along* e *Drag Along*.

##### Clausola Tag Along

La clausola statutaria *tag along* conosciuta anche come patto di accodamento viene solitamente inserita nello statuto nel caso in cui il socio che detiene, direttamente o indirettamente, la maggioranza del capitale sociale voglia cedere la propria partecipazione nella società. Questa clausola si rivolge quindi a tutti gli altri soci definiti come "soci di minoranza" ovvero con una quota uguale o inferiore al 5% del capitale sociale con l'obiettivo di tutelare gli interessi di questi ultimi. Nel dettaglio, i soci di maggioranza hanno il diritto di chiedere che il nuovo socio acquirente acquisti anche le loro quote alle medesime condizioni.

Pertanto, il socio di maggioranza si assume, sotto la propria responsabilità, che il potenziale acquirente sia interessato ad acquistare l'intero pacchetto azionario della società comprensivo quindi anche delle quote detenute dai soci di minoranza.

Qualora l'acquirente dovesse rifiutare l'acquisto delle partecipazioni oggetto del *tag along*, il socio di maggioranza potrà alternativamente:

- Rinunciare a sua volta all'alienazione della propria quota;
- Ridurre la partecipazione che intende alienare in modo da consentire la vendita delle partecipazioni anche ai soci di minoranza;
- Acquistare lui stesso o mediante un terzo soggetto le partecipazioni oggetto del *tag along*.

Nel caso di violazione della presente clausola, i soci di minoranza avranno diritto a vendere, alle stesse condizioni eventualmente applicate al potenziale acquirente, le proprie partecipazioni al socio di maggioranza e quest'ultimo sarà obbligato ad acquistarle.

### Clausola Drag Along

Questa clausola di trascinarsi viene applicata nell'ipotesi in cui il socio che detiene, direttamente o indirettamente, la maggioranza del capitale sociale voglia cedere la propria partecipazione nella società ed obblighi, allo stesso tempo, i soci di minoranza a cedere a loro volta la propria partecipazione al nuovo acquirente alle medesime condizioni che lui applicherebbe per la vendita della propria partecipazione.

È possibile applicare la clausola *drag along* solo se il socio di maggioranza riesce a contrattare un prezzo di vendita delle quote pari ad un valore equo secondo la legge. In particolare, esso viene definito equo quando è uguale o superiore a quello che spetterebbe al socio in caso di recesso, di cui all'art. 2437 del Codice Civile.

Il consiglio notarile di Roma<sup>179</sup> ritiene che l'introduzione di tali clausole debba avvenire con il voto favorevole della maggioranza assembleare purché al momento della votazione nessun socio sia nelle condizioni di subire l'applicazione della stessa. In caso contrario, si prevede allora che per l'approvazione della clausola *drag along* serva anche il consenso delle minoranze mentre per la clausola *tag along* sia sufficiente il voto favorevole della maggioranza.

Di opinione contraria, il consiglio notarile di Milano<sup>180</sup> dove esprime il proprio dissenso chiarendo che sia necessaria la maggioranza per la sola clausola *tag along* e invece l'unanimità per quella *drag along* posto che presuppone l'obbligo di vendita.

## **4.7 Tutela dei creditori**

L'operazione di *Leveraged Buy Out*, come è stato illustrato a livello teorico nel terzo capitolo, rappresenta un potenziale rischio per i creditori sociali perché, a seguito della fusione, si vedono ridurre la propria garanzia patrimoniale dovuto all'inserimento di nuovi creditori interessati a soddisfarsi sul patrimonio della società risultante dalla fusione.

Si costata che non si è verificata nessuna delle ipotesi di cui all'art. 2503 del Codice Civile ovvero:

- Non vi sia stato il consenso di tutti i creditori delle società partecipanti anteriori all'iscrizione o alla pubblicazione (di cui all'art. 2501-ter comma 3);
- Non vi sia stato il pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso, o alternativamente, venga effettuato il deposito delle somme corrispondenti al pagamento presso un conto apposito in banca;

---

<sup>179</sup> Si vedano Massima 7 e 8 del Consiglio Notarile di Roma.

<sup>180</sup> Si veda Massima 88 del Consiglio Notarile di Milano e Orientamento H.I.19 Comitato interregionale dei consigli notarili delle tre Venezie.

- Non sia stata redatta la relazione di cui all'art. 2501-*sexies* dalla società di revisione ad assicurare, sotto la propria responsabilità, che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti non necessita di ulteriori garanzie a tutela dei soggetti creditori.

Inoltre, i creditori non hanno espresso opposizione all'attuazione della fusione, pertanto, la fusione ha avuto regolare efficacia giuridica una volta decorsi i sessanta giorni dall'approvazione del progetto di fusione.

#### **4.8 Effetti *post* fusione**

La fusione per incorporazione della società Windco S.p.A. nella Sanlorenzo S.p.A. ha permesso di integrare i due complessi aziendali realizzando un'unica entità. Ai sensi dell'art. 2504-*bis* del Codice Civile, gli effetti giuridici della fusione decorrono a partire dall'ultima iscrizione dell'atto nel registro delle imprese, in questo caso specifico l'iscrizione è avvenuta in data 28 giugno 2019 quindi a decorrere da questa data. A partire da questo momento, la società incorporante Sanlorenzo S.p.A. subentra in tutti i diritti e obblighi della società incorporata Windco S.p.A.

In merito agli effetti contabili e fiscali dell'operazione invece si è previsto di procedere con la retrodatazione degli effetti convenzionali facendoli decorrere:

- a partire dal 1° gennaio 2019 qualora l'iscrizione avvenga entro il 19 giugno;
- a partire dal 1°luglio 2019 se l'atto venisse trascritto dopo il 30 giugno 2019.

Non si esclude, in ogni caso, la possibilità di far decorrere gli effetti contabili e fiscali alla data di efficacia giuridica dell'operazione ovvero al 28 giugno 2019. Essendo che l'iscrizione è avvenuta il 28 giugno 2019, la retrodatazione effettiva partirà dal 1°gennaio 2019.

Il vantaggio consiste nell'evitare la chiusura dei conti in corso d'anno considerando tutte le operazioni effettuate dalla incorporante, anche quelle attuate invece dall'incorporata. In ambito fiscale, invece, si può procedere con la presentazione di un'unica dichiarazione dei redditi procedendo eventualmente anche con la compensazione degli utili generati dalla incorporante con le perdite maturate dall'incorporata nel periodo di riferimento.

#### **4.9 Sanlorenzo S.p.A. oggi**

Le origini della società Sanlorenzo S.p.A. risalgono al 1958 quando l'azienda inizia a produrre *yacht flybridge* sino al 1985; anno di realizzo del primo modello SL57 in vetroresina. L'anno 2005 rappresenta la svolta definitiva per la società con l'ingresso nel *management* del Presidente Esecutivo Massimo Perotti, infatti, la società inizia a commercializzare i propri *yacht* in tutto il mondo

ampliando la propria gamma di prodotti pur mantenendo l'originalità e l'artigianalità che la contraddistinguono.

Oggi Sanlorenzo S.p.A. è un'azienda leader a livello mondiale nel settore della nautica di lusso. Il proprio *core business* consiste nella progettazione, nella produzione e nella commercializzazione di yacht e superyacht su misura.

Sanlorenzo è l'unico *player* di questo settore, in grado di posizionarsi con un unico marchio sia nel mercato degli yacht sia in quello dei superyacht. Le caratteristiche che distinguono i prodotti Sanlorenzo rispetto a quelli dei propri *competitors* sono essenzialmente:

- l'unicità;
- il design iconico e senza tempo;
- la costante innovazione nel rispetto della tradizione Sanlorenzo;
- la fidelizzazione della clientela;
- le collaborazioni con designer di fama mondiale;
- la comunicazione e il forte legame con l'arte e la cultura.

Tutte queste caratteristiche permettono di riconoscere in Sanlorenzo un simbolo di eccellenza ed esclusività. La società realizza prodotti su misura in grado di soddisfare qualsiasi esigenza. La società ha scelto di servire un tipo di clientela esclusiva che rappresenta una nicchia<sup>181</sup> di mercato. Il Gruppo è inoltre attivo nell'offerta di servizi dedicati ai clienti, tra i quali la formazione presso la Sanlorenzo *Academy* per i membri degli equipaggi destinati agli yacht Sanlorenzo, nonché la manutenzione, il *restyling* e il *refitting*<sup>182</sup> degli stessi.

#### **4.9.1 Fatti rilevanti dal 2019 ad oggi**

##### Anno 2019

Nel mese di maggio dell'anno 2019, lo stesso in cui è stata attuata la fusione, la Società ha avviato il processo di quotazione delle proprie azioni ordinarie sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana S.p.A. Il 20 settembre 2019 ha presentato la domanda di ammissione e la quotazione effettiva è avvenuta il 10 dicembre 2019. A seguito della quotazione sono iniziate le negoziazioni delle azioni della società. Tale operazione ha comportato l'emissione di n. 4.500.000 nuove azioni al prezzo di offerta di euro 16,00 per azione, per un controvalore pari a euro 72.000.000,00.

Inoltre, nel secondo semestre 2019, si sono verificati due ulteriori fatti di gestione straordinaria:

- è stata ceduta la partecipazione detenuta dalla società Sanlorenzo S.p.A. in GP Yachts S.r.l.;

---

<sup>181</sup> Nicchia: gruppo di individui solitamente benestanti e con prospettive di reddito crescenti che presentano bisogni ed esigenze specifiche del mercato (Kotler P., *Principi di marketing*, Pearson, Milano, 2019).

<sup>182</sup> *Refitting*: termine tecnico per identificare la ristrutturazione dell'imbarcazione.

- è avvenuto il riassetto della società Polo Nautico Viareggio S.r.l., al termine del quale la società Sanlorenzo S.p.A. ha ottenuto una quota di partecipazione del 48,15%.

### Anno 2020

Nel corso del 2020 si è verificata la diffusione del Covid-19 che ha compromesso solo in un primo momento l'attività dell'azienda. Successivamente, infatti, quest'ultima ha adottato tutte le misure necessarie per poter continuare ad operare in conformità alla legge e ha quindi ripreso la regolare operatività. Come si può evincere dai dati poco sotto rappresentati, la pandemia non ha avuto alcuna influenza negativa nei risultati della società anzi ha innalzato leggermente il *trend* di crescita.

In merito alle operazioni di gestione straordinaria si segnala:

- in data 31 agosto 2020 avvia la procedura per l'acquisto di azioni proprie per un massimo di 3.450.000 azioni;
- in data 28 settembre 2020 acquista la partecipazione di minoranza nella società Marine Yachting Monaco S.A.M. ottenendone così il controllo quasi totalitario (99,7%);
- in data 29 dicembre 2020 incrementa la propria partecipazione nella società Sanlorenzo Baleari S.r.l. acquisendone il controllo totalitario.

### Anno 2021

Nel corso del 2021 sono stati attuate diverse operazioni straordinarie tra cui:

- in data 15 febbraio 2021 la società Sanlorenzo assieme al gruppo Ferretti ha annunciato l'intenzione di creare una *newco* in *joint venture* con l'obiettivo di acquisire la società Perini Navi, dichiarata fallita in data 29 gennaio 2021;
- in data 8 luglio 2021, la società PN VSY S.r.l., controllata al 100% da Sanlorenzo S.p.A., ha completato l'acquisizione del ramo d'azienda di Viareggio Superyachts S.r.l. in liquidazione, per un valore di circa 4,8 milioni di Euro (al netto dei costi della transazione);
- in data 6 settembre 2021, Sanlorenzo ha annunciato una partnership esclusiva con Siemens Energy al fine di consentire l'integrazione della tecnologia a *fuel cell* nel settore dello yachting da 24 a 80 metri.

Infine, nel corso del 2021 sono stati anche acquistati, a condizioni particolarmente favorevoli, dei complessi immobiliari con sede a Massa e La Spezia destinati rispettivamente a magazzino e a cantiere in vista dell'ampliamento della produzione.

## Anno 2022

Il fatto rilevante avvenuto nel 2022 è stato lo scoppio del conflitto tra Russia e Ucraina, il quale ha impattato per il 7,7% del totale ordini distribuito su tre esercizi. La società, infatti, aveva attivi tre contratti di vendita di superyacht con alcuni clienti di nazionalità russa. Tuttavia, non si sono registrati cancellamenti negli ordini e il gruppo non ha fornitori localizzati nell'area interessata dal conflitto.

Nel corso del 2022 sono stati inoltre effettuate numerose operazioni di acquisizione di partecipazioni in società terze spesso seguite da fusioni, riepilogate come segue:

- in data 10 febbraio 2022, Sanlorenzo S.p.A. ha acquisito una partecipazione pari al 48% del capitale sociale di Carpensalda Yacht Division S.r.l. ("CYD") da MEC Carpensalda S.a.s., per un corrispettivo di Euro 3,8 milioni. Questa partnership è stata strategica in quanto ha permesso di assicurarsi l'approvvigionamento di lavorazioni chiave, aumentando così, anche se in modo indiretto, la capacità produttiva a favore della Divisione Superyacht;
- in data 29 aprile 2022, Sanlorenzo S.p.A. ha acquistato una partecipazione del 33% nella società Duerre S.r.l., storica società attiva nella produzione artigianale di arredi di altissima qualità destinati in modo specifico ad arredare i superyacht, per un valore di Euro 3,4 milioni;
- in data 9 giugno 2022, Sanlorenzo S.p.A. ha rilevato un ramo d'azienda da Vismara Marine Concepts S.r.l., comprendente principalmente un capannone di circa 1.400 mq situato a Viareggio e una partecipazione dello 0,51% nella società Polo Nautico Viareggio S.r.l., per un importo totale di circa Euro 2,2 milioni;
- in data 20 luglio 2022, Bluegame; società detenuta al 100% dalla Sanlorenzo, ha acquisito una partecipazione di maggioranza (pari al 60%) nella società I.C.Y. S.r.l., partner storico di Bluegame;
- in data 28 luglio 2022, Sanlorenzo ha acquistato il 100% delle quote della società Mediterranea Real Estate S.r.l. L'operazione si è conclusa per un controvalore di Euro 1,1 milioni, è finalizzata all'incremento della capacità produttiva della Divisione Superyacht. In data 14 ottobre 2022, il Consiglio di Amministrazione di Sanlorenzo S.p.A. ha approvato la fusione per incorporazione diretta della società Mediterranea Real Estate S.r.l. in Sanlorenzo S.p.A. Quest'ultima è stata perfezionata in data 29 dicembre 2022;
- lo stesso 28 luglio 2022, Sanlorenzo S.p.A. ha acquisito anche il 100% delle quote della società Cantiere Tomei 1811 S.r.l., per un controvalore di Euro 918 migliaia. La successiva operazione di fusione per incorporazione diretta di Cantiere Tomei 1811 S.r.l. in Sanlorenzo S.p.A. è stata approvata in data 14 ottobre 2022 dal Consiglio di Amministrazione di Sanlorenzo S.p.A. e perfezionata in data 29 dicembre 2022;

- in data 29 settembre 2022, Sanlorenzo ha acquistato un ramo d'azienda della società Siman S.r.l. per un corrispettivo di Euro 2,8 milioni, volto ad incrementare la capacità produttiva della Divisione Superyacht;
- in data 20 settembre 2022 è stato stipulato l'atto di fusione per incorporazione della società controllata PN VSY S.r.l. in Sanlorenzo S.p.a. Gli effetti giuridici della fusione decorrono dal 26 settembre 2022 mentre gli effetti contabili e fiscali decorrono dal 1° gennaio 2022;
- in data 19 dicembre 2022, Sanlorenzo S.p.A. ha perfezionato l'acquisto del 100% delle quote della società Equinoxe S.r.l., società leader nelle attività di charter, per un controvalore di Euro 2.100 migliaia, di cui circa il 10% da corrisondersi nei successivi tre anni subordinatamente al soddisfacimento di alcune condizioni.

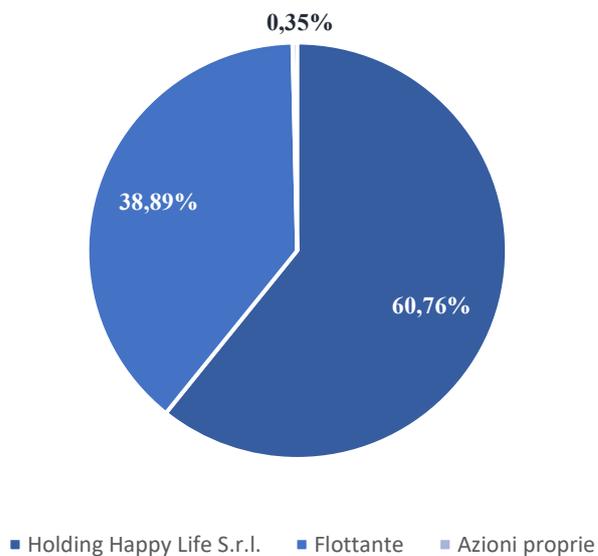
### Anno 2023

Già nei primi mesi del 2023 Sanlorenzo S.p.A. ha sottoscritto una lettera di intenti finalizzata all'acquisizione del 49% di Sea Energy S.r.l., società leader nella progettazione, realizzazione e manutenzione di impianti elettrici per yacht e superyacht. Il perfezionamento dell'operazione era stato previsto entro il primo semestre 2023.

Inoltre, le società Sanlorenzo S.p.A. assieme alla PN Sviluppo S.r.l. hanno finalizzato l'acquisizione, rispettivamente per la quota del 9,9% e dello 0,1%, della partecipazione in Sanlorenzo of the Americas LLC. L'importo del corrispettivo definito tra le parti ed in coerenza con la *fairness opinion* è pari a Euro 990 migliaia, per la quota del 9,9% acquisita da Sanlorenzo S.p.A., e pari a Euro 10 migliaia, per la quota dello 0,1% acquisita da PN Sviluppo S.r.l.

## Azionariato ad oggi

### Azionariato Sanlorenzo S.p.A.



Ad oggi, la società Sanlorenzo S.p.A. è così partecipata<sup>183</sup>:

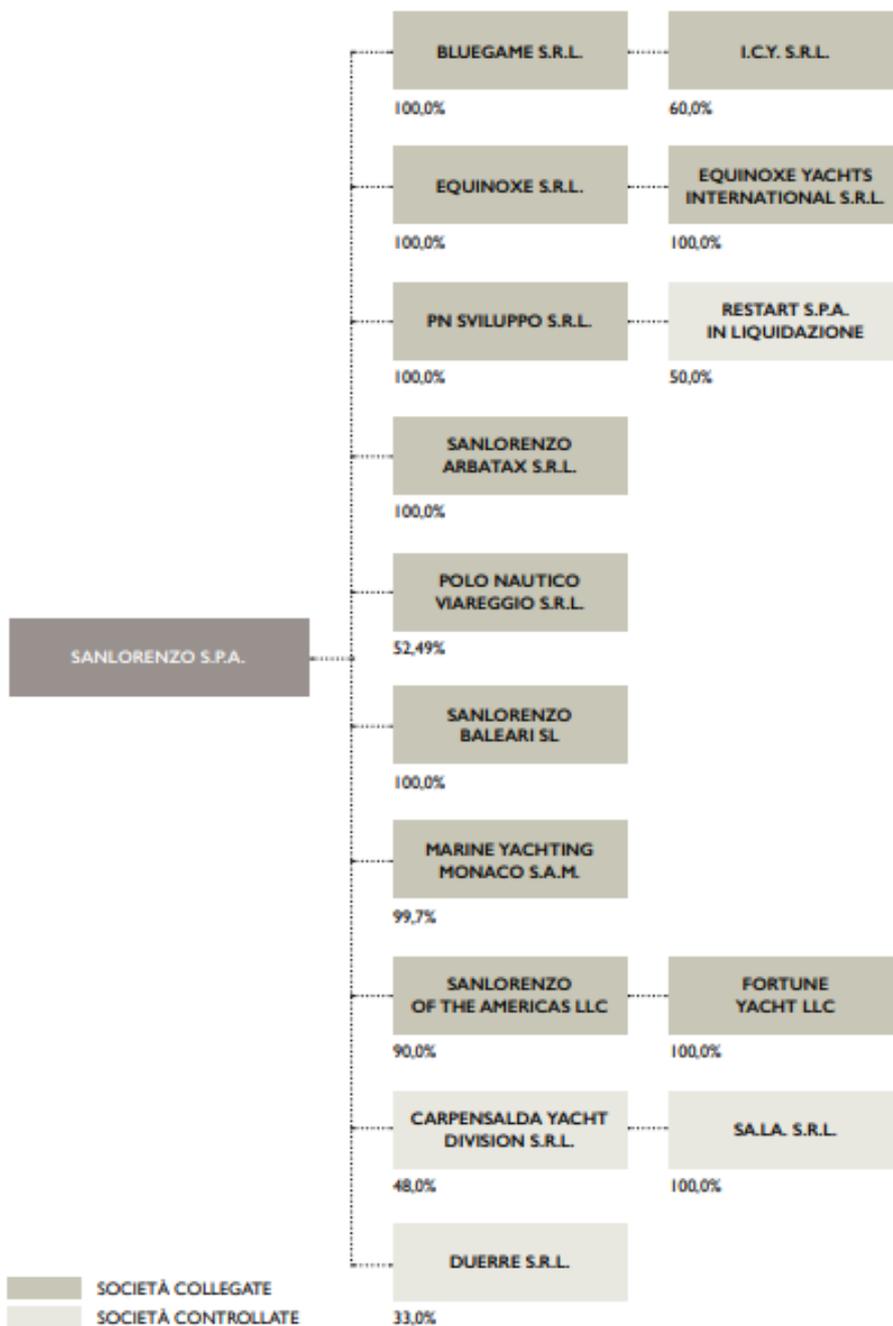
- Holding Happy Life S.r.l. (Massimo Perotti) con una quota pari al 60,61%;
- Flottante<sup>184</sup> pari al 38,78%;
- Azioni proprie per un ammontare pari allo 0,61%.

<sup>183</sup> I valori indicati sono aggiornati al 29.09.2023 dal sito: <https://www.sanlorenzoyacht.com/it/investors/capitale-sociale-e-principali-azionisti.asp>.

<sup>184</sup> Flottante: quantità di azioni di una società che non costituiscono le partecipazioni di controllo e che sono quindi disponibili per la negoziazione in borsa (vedi sito Borsa Italiana <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/flottante.html> ).

## Organigramma societario

A seguito delle numerose operazioni di acquisizione intervenute negli ultimi quattro anni, il Gruppo Sanlorenzo S.p.A. risulta ad oggi possedere partecipazioni sia in società controllate che collegate, come di seguito rappresentate:



#### 4.9.2 Andamento economico-finanziario ultimo triennio<sup>185</sup>

In ultima analisi, si è scelto di illustrare l'andamento economico finanziario della società rilevato negli anni successivi alla fusione per poter fornire una visione completa della Sanlorenzo S.p.A., con un occhio di interesse ai risultati raggiunti e all'attuale posizionamento nel mercato.

Nel dettaglio, viene riportato un riepilogo che illustra le principali voci economico-finanziarie della società Sanlorenzo S.p.A. prendendo come riferimento l'ultimo triennio ovvero gli anni dal 2020 al 2022.

(IN MILIONI DI EURO E MARGINI IN % DEI RICAVI NETTI DALLA VENDITA DI NUOVI YACHT )	2020	2021	2022
Ricavi netti dalla vendita di nuovi yacht	457,7	585,9	740,7
EBITDA rettificato (1)	70,6	95,5	130,2
EBITDA margin rettificato (1)	15,4%	16,3%	17,6%
Utile netto di Gruppo	34,5	51,0	74,2
Investimenti	30,8	49,2	50,0
Posizione finanziaria netta (2)	3,8	39,0	100,3

##### Note

- (1) Al netto delle componenti straordinarie
- (2) Se positiva, indica una posizione finanziaria netta di cassa

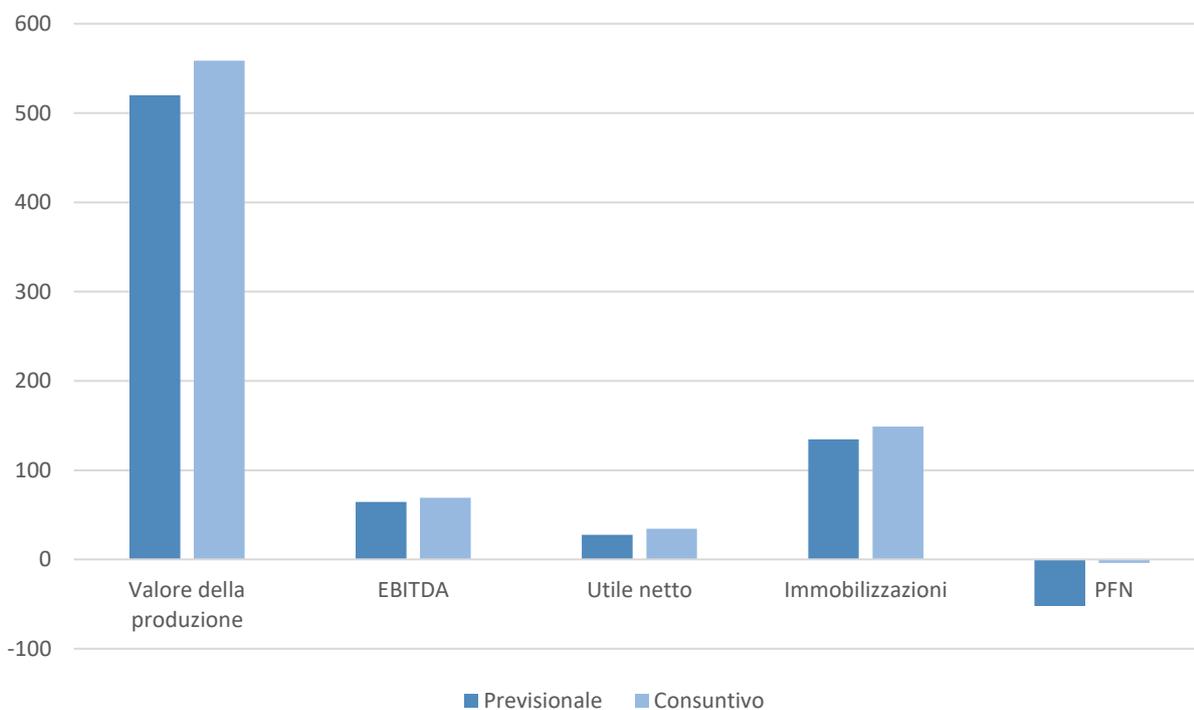
Come si può evincere dai dati raccolti e rappresentati nel grafico, la società nell'ultimo triennio 2020-2022 ha confermato la tendenza di crescita già ipotizzato nel *Business Plan* redatto in occasione della fusione realizzata a leva a favore della società Windco S.p.A.

Nel dettaglio, si desidera, analizzare con maggior approfondimento l'andamento economico della società Sanlorenzo S.p.A. nell'ultimo triennio proponendo un confronto, per ciascun anno, tra i dati previsionali che erano stati ipotizzati da *Business Plan* e quelli rappresentati nelle relazioni finanziarie annuali al fine di verificare se gli obiettivi preannunciati sono stati raggiunti.

<sup>185</sup> I dati sono stati pubblicati all'interno della sezione "Highlight finanziari" del sito: <https://www.sanlorenzoyacht.com/it/investors/overview-key-data.asp>.

## Anno 2020

Margini	Previsionale	Consuntivo <sup>186</sup>	Variazione
Valore della produzione	520,1	558,6	+7,4%
EBITDA	64,4	69,2	+7,5%
Utile netto	27,7	34,51	+24,6%
Immobilizzazioni	134,6	148,9	+10,6%
PFN	-52,1 <sup>187</sup>	-3,8 <sup>188</sup>	-92,7%



Da una prima analisi dei dati rilevati nell'anno 2020 emerge che la società ha raggiunto, se non oltrepassato, le aspettative che si era posta in sede di redazione del piano economico-finanziario 2019-2025. Tutti i principali margini mostrano una crescita, segnale positivo che conferma anche la buona riuscita dell'operazione di fusione. Gli incrementi dei ricavi sono dovuti principalmente all'aumento degli ordini da parte di una platea sempre più ampia di clienti che decidono di investire nei prodotti Sanlorenzo. L'efficientamento dei costi e soprattutto il maggior assorbimento dei costi fissi hanno permesso il contenimento dei costi e in particolare, il miglioramento dell'EBITDA. La società dimostra quindi una buona capacità reddituale. La posizione finanziaria netta rimane

<sup>186</sup> I dati sono stati raccolti dalla relazione finanziaria annuale 2020, si veda:

[https://www.sanlorenzoyacht.com/uploads/filepub/2250-Sanlorenzo%20-%20Relazione\\_Finanziaria\\_2020.pdf](https://www.sanlorenzoyacht.com/uploads/filepub/2250-Sanlorenzo%20-%20Relazione_Finanziaria_2020.pdf)

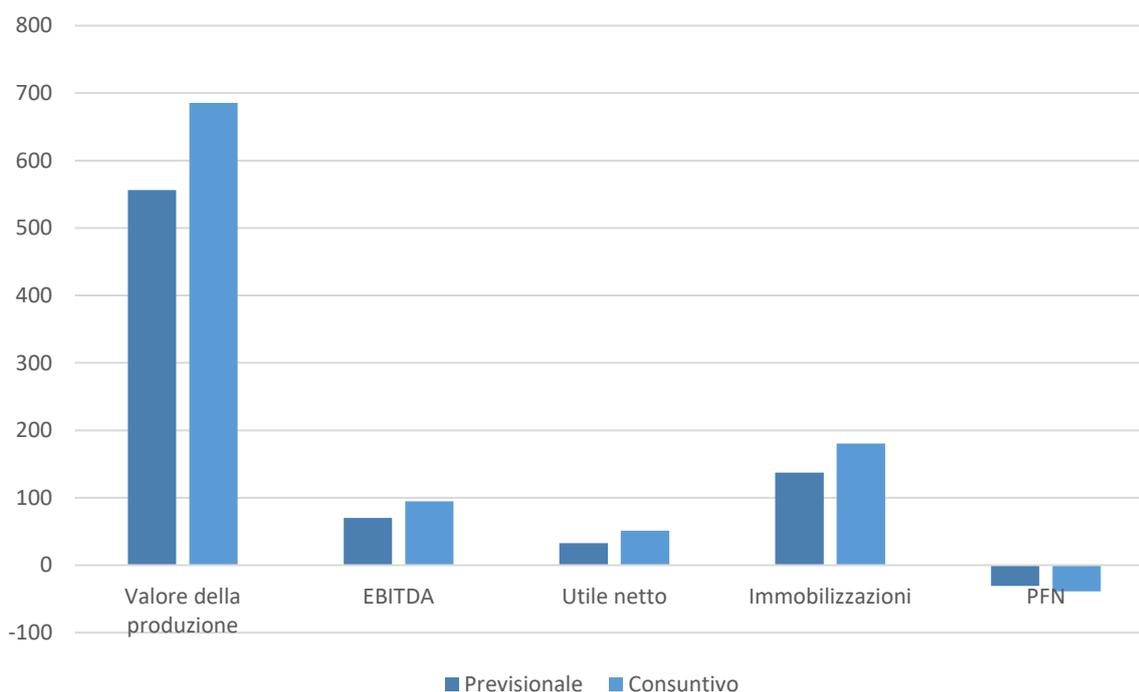
<sup>187</sup> È calcolata come la somma dei debiti finanziari correnti e non correnti, incluso il valore equo degli strumenti finanziari derivati di copertura al netto della liquidità (comprensiva di mezzi equivalenti e delle altre attività finanziarie correnti).

<sup>188</sup> Pur avendo la società, negli anni successivi alla fusione, scelto di calcolare la PFN come differenza tra cassa e debiti finanziari, in questa sede si è utilizzato lo stesso criterio adottato negli anni anteriori alla fusione al fine di permetterne il confronto.

comunque negativa e quindi rappresenta un flusso positivo di cassa ma registra un decremento rilevante del valore dovuto all'accensione dei nuovi finanziamenti.

### Anno 2021

<b>Margini</b>	<b>Previsionale</b>	<b>Consuntivo<sup>189</sup></b>	<b>Variazione</b>
Valore della produzione	556,1	685,5	+23,3%
EBITDA	70	94,6	+35,1%
Utile netto	32,5	51	+56,9%
Immobilizzazioni	137,3	180,3	+31,3%
PFN	-30,7	-39	+27%



In linea con quanto è emerso dallo studio dei dati dell'anno 2020, anche per il 2021 viene confermato il *trend* di crescita dell'azienda. I principali margini continuano a mostrare un incremento rilevante dei ricavi che ci si attende prosegua negli anni grazie ai numerosi ordini già raccolti. La società, proprio a seguito dell'aumento ulteriore di commesse, ha percepito la necessità di implementare le proprie sedi operative acquistando due capannoni da adibire a cantieri per la costruzione delle nuove imbarcazioni. L'indebitamento netto della società registra una lieve ripresa, rispetto a quanto preventivato, dovuta alla generazione di cassa operativa derivante dall'incremento dei volumi e dagli

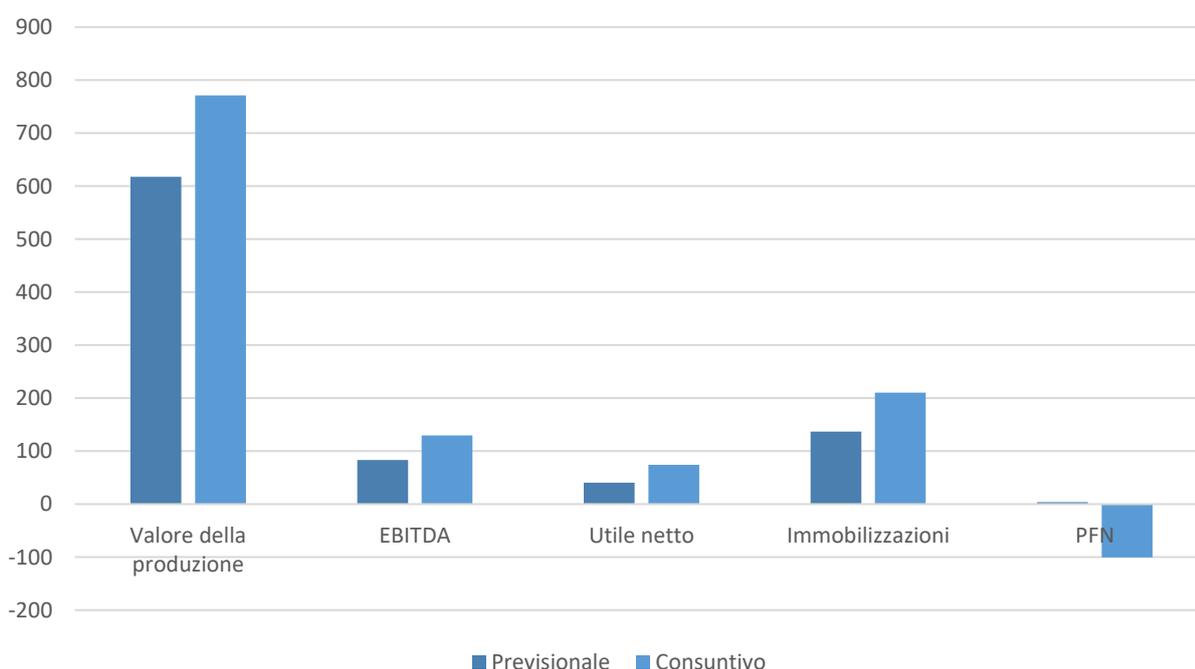
<sup>189</sup> I dati sono stati raccolti dalla relazione finanziaria annuale 2021, si veda:

<https://www.sanlorenzoyacht.com/uploads/filepub/3247-Relazione%20Finanziaria%20Annuale%20al%2031%20dicembre%202021.pdf>

anticipi effettuati dai clienti a fronte degli ordini. Tale valore è già stato depurato dai valori degli investimenti effettuati per l'acquisto dei capannoni e da eventuali distribuzioni dei dividendi.

### Anno 2022

Margini	Previsionale	Consuntivo <sup>190</sup>	Variazione
Valore della produzione	617,5	771,2	+24,9%
EBITDA	83	129,6	+56,1%
Utile netto	40,4	74,2	+83,6%
Immobilizzazioni	136,7	210,1	+53,7%
PFN	3,5	-100,3	+2965,7%



L'anno 2022 è stato caratterizzato dallo scoppio del conflitto tra Russia e Ucraina, il quale ha impattato leggermente sul numero di ordini riducendoli in quanto una parte della clientela proveniva proprio da queste zone. Tuttavia, non si sono registrati cancellazioni degli stessi e il gruppo non ha riscontrato particolari difficoltà in termini di reperimento delle materie prime. Infatti, si conferma l'andamento positivo del *business* mediante il continuo incremento dei principali margini. Inoltre, la società ha scelto di effettuare una serie di operazioni di natura straordinaria che hanno portato, a loro volta, allo sviluppo di nuove risorse.

<sup>190</sup> I dati sono stati raccolti dalla relazione finanziaria annuale 2022, si veda:

<https://www.sanlorenzoyacht.com/uploads/filepub/3934-Relazione%20finanziaria%20annuale%202022.pdf>

Infine, si registra un incremento esponenziale della posizione finanziaria netta, rispetto a quanto previsto dal *business plan*, dovuto essenzialmente alla riduzione della quota di finanziamenti attivi posto che la società ha provveduto a rimborsarli unitamente alla continua crescita della cassa generata per il tramite della gestione operativa.

A conclusione dell'analisi dei dati raccolti è possibile affermare la posizione di *leader* che ricopre la società Sanlorenzo S.p.A. a livello mondiale nella progettazione e realizzazione di imbarcazioni di lusso raggiunta grazie ad anni di esperienza nel settore ma anche mediante l'impegno continuo nel voler investire nelle nuove tecnologie e nelle fonti di energia alternative volte ad aumentare la sostenibilità aziendale. *In primis*, mediante l'istallazione di impianti fotovoltaici nei cantieri e *in secundis*, nello sviluppo di imbarcazioni funzionanti quasi totalmente ad energia per generare potenza *cd. carbon neutral* evidenziando in questo modo anche il ruolo sociale che desidera ricoprire l'impresa. Inoltre, è possibile affermare, la tendenza della società, ipotesi confermata dalle varie operazioni effettuate negli ultimi anni, di voler continuare la propria crescita per vie esterne mediante una serie di acquisizioni di aziende operative in settori che risultano affini al mondo nautico. Tale scelta consente di integrare il processo aziendale in modo rapido e relativamente economico. Il principale vantaggio, infatti, risiede nel fatto che le società oggetto di acquisizione sono realtà strutturate e ben avviate dove non è necessario investire ulteriori risorse perché sono aziende già consolidate.

## CONSIDERAZIONI FINALI

L'elaborato ha voluto, nella sua prima parte, dare una rappresentazione generale della fusione partendo da un approfondimento sulla fusione per incorporazione inversa. L'operazione è stata esaminata sia sotto il profilo giuridico sia su quello contabile e fiscale proponendo un confronto tra principi contabili nazionali ed internazionali. Inoltre, sono stati messi in evidenza i vantaggi nonché le criticità che emergono in sede di fusione inversa.

Dopo una successiva analisi specifica condotta sulla fusione di *Leveraged Buy Out* è possibile affermare che tale operazione, pur avendo generato numerose opinioni contrastanti sia in dottrina che in giurisprudenza in merito alla sua legittimità, è stata ufficialmente riconosciuta nel nostro ordinamento giuridico, con l'inserimento dell'art. 2501-*bis* nel Codice Civile. Il legislatore, infatti, ha introdotto un'apposita disciplina identificata con il nome di "*fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*" volta a regolamentare tale tipologia di fusione escludendo di conseguenza la violazione del principio di assistenza finanziaria ai sensi dell'art. 2358 del Codice Civile. Quest'ultimo infatti rappresentava la principale ragione, utilizzata dai sostenitori della tesi sostanzialistica, per affermare l'illegittimità della fusione attuata con indebitamento. Di opinione contraria i sostenitori della tesi formalistica, i quali ne affermavano la liceità poiché erano lecite le singole fasi che costituivano l'operazione di fusione realizzata a leva.

Il carattere distintivo della fusione *Leveraged Buy Out* ed in particolare, quello del *Merger Leveraged Buy Out*, è quello di poter traslare il debito, contratto inizialmente dalla società acquirente, alla società obiettivo sfruttando così la leva finanziaria. La traslazione viene operata mediante la fusione per incorporazione della società acquirente nella *target*. Esso rappresenta sicuramente un punto di forza di tale operazione perché permette di salvaguardare il capitale dell'azienda acquirente ma allo stesso tempo costituisce anche una criticità per la società obiettivo in quanto, a seguito dell'accollo del debito, si trova a dover prestare garanzia mediante il proprio patrimonio mettendo così a rischio la propria stabilità finanziaria. Requisiti fondamentali nella scelta della società *target* risultano essere quindi una discreta solidità patrimoniale e una buona capacità di generare flussi di cassa futuri necessari per far fronte al pagamento del debito contratto.

In aggiunta, al fine di aumentare le tutele dei soggetti coinvolti nella fusione, sono stati previsti degli obblighi informativi e procedurali che, come illustrato all'interno dell'elaborato, garantiscono la trasparenza informativa agli stakeholders e il diritto di opposizione in capo ai creditori sociali.

In conclusione, il *Leveraged Buy Out* è una fusione che presenta sicuramente un forte potenziale come abbiamo avuto modo di verificare mediante la trattazione del caso Sanlorenzo S.p.A. dove ha generato diversi benefici in termini sia amministrativi che di riorganizzazione aziendale.

Tuttavia, non rappresenta sempre un successo in quanto tale operazione potrebbe condurre al dissesto della società stessa qualora si proceda con un eccessivo indebitamento che la società *target* non è in grado di sostenere. Le ragioni possono essere di varia natura ma la più probabile risiede nel fatto che gli amministratori non siano stati in grado di quantificare in modo appropriato, nella predisposizione del piano economico-finanziario, i flussi di cassa futuri necessari per estinguere il debito. Inoltre, la non realizzabilità del progetto potrebbe dipendere anche da fattori estranei alla valutazione dell'andamento aziendale come, ad esempio, da fattori economici che potrebbero modificare lo sviluppo dell'economia del paese incidendo così negativamente sulle previsioni poste. È importante quindi non sottovalutare i rischi che queste operazioni intrinsecamente presentano.

Tutte le operazioni di finanza strutturata, e in particolare il *Merger Leveraged Buy Out* (MLBO), si distinguono per l'elevato grado di complessità che lo caratterizzano. Tuttavia, l'aspetto negativo dell'operazione non risiede tanto nella fusione in sé, quanto più spesso nelle intenzioni di chi si avvale di questo strumento. La presenza di eventuali risultati indesiderati, pertanto, non giustifica una presa di posizione necessariamente ostile nei confronti del *Merger Leveraged Buy Out* quanto piuttosto si richiede un suo uso ragionevole assumendo le dovute accortezze. Come è emerso nell'elaborato, tale istituto può comunque essere impiegato in modo intelligente e proficuo generando dei vantaggi per tutte le parti coinvolte nell'operazione.

## BIBLIOGRAFIA

### MANUALI

- Beghin M., *Il reddito d'impresa; Situazioni soggettive, regole generali e speciali, procedimento di determinazione, operazioni straordinarie*, Pacini Editore, Pisa, 2021
- Cepellini L. & Associati., *Operazioni straordinarie*, Wolters Kluwer, Milano, 2018
- Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Orientamenti del comitato triveneto dei notai in materia di atti societari*, Wolters Kluwer, Milano, 2021
- Confalonieri M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*; Il Sole 24Ore S.p.A., Milano, 2007
- Cortesi A., Tettamanzi P., Ciovati F., Ghelfi G., Mancini C., *Esame di stato Dottori commercialisti ed esperti contabili 2021*, Wolters Kluwer, Milano, 2021
- Dezzani F., Biancone P. P., Busso D., *IAS / IFRS*, Wolters Kluwer, Milano, 2019
- Divizia P., *Le clausole di tag e drag along*, Wolters Kluwer, Milano, 2013
- Donativi V., *Trattato delle società – Tomo I*, Utet Giuridica, Milano, 2022
- Mancini M., *Le operazioni straordinarie d'impresa*; Giuffrè Editore, Milano, 2020
- Mazzola P., *Il piano industriale*, Egea, Milano, 2003
- Montalenti P., *Il leveraged buy out*, Giuffrè Editore, Milano, 1991
- Origoni Studio Legale, *Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati*, Wolters Kluwer Italia, 2022
- Pedotti, P., *IFRS 3: la nuova business combination*, Wolters Kluwer Italia, 2020
- Perotta R., *La fusione inversa. Disciplina interna e principi contabili internazionali*; Giuffrè Editore, Milano, 2007
- Perotta R., Garegnani G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Editore, Milano, 1999
- Picone, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Giuffrè Editore, Milano, 2001
- Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, Torino, 2016
- Sòstero, U., Cerbioni, F., Saccon, C., *Bilancio consolidato: Disciplina nazionale e IFRS*, McGraw-Hill Education, Milano, 2018
- Tamborrino A., *Le operazioni straordinarie, Profili civilistici giuslavoristici, fiscali, contabili e valutativi*, Giuffrè Editore, Milano, 2004
- Tron A., Clementi M., Luschi G., *Le operazioni di Leveraged Buy Out 2009*, Wolters Kluwer Italia, 2009

## DOTTRINA

Abbondanza M., *La fusione a seguito di acquisizione con indebitamento e il ruolo dell'esperto*, La gestione straordinaria d'impresa, 03/2019, pag.6-18 [online]

Albano G., *Non c'è abuso del diritto nel merger leveraged buy out*, La gestione straordinaria d'impresa, 02/2016, pag. 159-168 [online]

Albano G., *Leveraged buy out questioni chiuse e punti aperti*, La gestione straordinaria d'impresa, 06/2019, pag. 49-55 [online]

Artale G., Cardarelli M. C., *Art. 2501 bis c.c. - Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*, [online]

Atlante N., Ruotolo A., *Studio n. 101/2013 - Le semplificazioni in materia di documentazione nella fusione e nella scissione*, Consiglio Nazionale del Notariato [online]

Bersani G., *Le operazioni di leveraged buy out ed i riflessi in ambito penale*, Impresa commerciale industriale, 09/2000, pag. 1372 [online]

Bertini B., *LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, Contratto e impresa, 03/2000, pag. 1431 [online]

Bianchi S., Ballarin F., *IFRS: novità per i bilanci 2018 e progetti in corso*, Amministrazione & Finanza, 02/2019, pag. 20 [online]

Busani A., Urbani F., *Operazioni straordinarie: la fusione*, Le Società, 03/2018, pag. 354 [online]

Caratozzolo M., *Gli IAS/IFRS e la rappresentazione contabile delle operazioni straordinarie*, Le Società, 07/2007, pag. 796 [online]

Caratozzolo M., *I criteri di formazione del bilancio post fusione: interpretazione dell'art. 2504-bis, comma 4 c.c.*, Le Società, 12/2004 [online]

Cardella P. L., *Fusione di società e vitalità economica*, Rassegna tributaria, 03/2020, pag.612 [online]

Carrirolo F., *LBO: disapplicazione dei vincoli e valutazioni antiabuso*, Il Fisco, 45/2020, pag. 4357 [online]

Cepellini P., Lugano R., *Acquisizioni / Leveraged buy out senza penalità fiscali*, Il Sole24Ore, 2014 [online]

Clementino M., Bancone V., *Leveraged buy-out: ora è legittimato*, Amministrazione & Finanza, 06/2003, pag.7 [online]

Cocco F., *Leveraged buy out: impatto sul bilancio e aspetti penali*, Bilancio e revisione, 12/2022, pag. 49 [online]

Committeri G. M., *MLBO: approccio sostanzialistico dell'Agenzia sul riporto delle perdite e delle eccedenze di interessi e ACE*, Il Fisco, 11/2020, pag. 1033 [online]

Committeri G. M., *MLBO, rischio di abuso del diritto nella creazione di base ACE*, Il Fisco, 12/2019, pag. 1155 [online]

Committeri G. M., *Le operazioni di leveraged buy out dopo i chiarimenti delle entrate*, La gestione straordinaria delle imprese, 06/2016, pag.23 [online]

Conte A., *Fusione e riporto perdite, valutazione a monte per il patrimonio netto*, Il Sole24Ore, 2023 [online]

Cotroneo, S., *La contabilizzazione delle operazioni di fusione nelle diverse società interessate nelle differenti forme di fusione*, Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Roma, Roma, 2013 [online]

Cordova, F., *La nozione di controllo nel bilancio consolidato secondo gli IFRS*, 2017 [online]

Cortesi A., Ciovati F., Ghelfi G., Mancini C., Tettamanzi P., *Esame di Stato per dottori commercialisti ed esperti contabili: la fusione per incorporazione*, Pratica Fiscale e Professionale, 04/2021, n.16, pag.2 [online]

De Angelis L., *Altre ipotesi di fusione*, One Fiscale [online]

De Giorgi D., *Quali sono le varianti principali di leveraged buy-out che si rinvergono nella prassi?* OneFiscale [online]

Deloitte, *A Roadmap to Accounting for Business Combinations*, Norwalk (CT, USA), Deloitte Development LLC, 2020 [online]

De Rosa S., Odetto G., *Fusione*, Schede Eutekne [online]

Dezzani F., *La fusione inversa*, Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, 08/2010 [online]

Dezzani F., *Corte di Cassazione: il "leveraged buy out" (o LBO) è illecito*, Il Fisco, 34/2000. Pag. 10543 [online]

Documento Aristeia, *Aspetti contabili della fusione inversa*, 1° ottobre 2007, n.79

Documento Aristeia, *La fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (Merger Leveraged Buy-Out)*, 21 giugno 2005, n. 50

Documento Borsa Italiana, *Guida al piano industriale*, luglio 2014

Documento CNDCEC, *Linee guida alla redazione del business plan*, maggio 2011

Documento Organismo Italiano di Contabilità, *Fusione e scissione*, 1° gennaio 2007

Emerging Economies Group Meeting, *Business Combination Under Common Control*, May 2021 [online]

European Financial Reporting Advisory Group, *Accounting for business combinations under common control*, Organismo Italiano Contabilità, 2011 [online]

Festa C., *In calo il mercato delle fusioni: frenata a 13 miliardi nel semestre*, Il Sole24Ore, 2023 [online]

Galletto T., Romanelli R., *Leveraged buy out: operazione lecita o illecita?* Diritto penale e processo, 06/2000, pag. 753 [online]

Germani A., *Ace, test d'obbligo per le fusioni anche nei periodi di consolidato*, Il Sole24Ore, 2023 [online]

Ianniello B., *Leveraged Buy- Out – Profili fiscali*; OneFiscale [online]

IFRS Standards, *Discussion Paper Business Combination Under Common Control*, November 2020 [online]

Iori M., Crosara M., Maestranzi G., *Recapture per asset immateriali in operazioni straordinarie*, Il Sole24Ore, 2023 [online]

KPMG, *Business Combination Under Common Control, Discussion paper proposes to reduce diversity under IFRS Standards for acquisition within a group*, August 2021 [online]

Laghi, E., Bruno, *Seminario sui Principi Contabili Internazionali IFRS 3 – Aggregazioni Aziendali*, Roma, Università “La Sapienza”, 2015 [online]

Legrottaglie F., Vanacore F., *La contabilizzazione delle operazioni di fusione*, Bilancio e reddito d’impresa, 06/2018, pag.12 [online]

Leoni G., Ruberti R., *Operazioni di acquisizione con indebitamento, fusione inversa e interazioni con il regime del consolidato fiscale*, La gestione straordinaria delle imprese, 02/2023 [online]

Lombardi G., *Riflessioni a margine di un’operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e merger leveraged buy out*, nota a Trib. Milano, Corriere Giuridico, 02/2003, pag.206 [online]

Magliulo F., *La fusione post acquisizione con indebitamento nella disciplina del nuovo diritto societario*, Quaderni della Fondazione Italiana del Notariato [online]

Manella G., *Business combinations: criteri di contabilizzazione e fattispecie particolari*, Amministrazione & Finanza, 02/2022, pag. 25 [online]

Mazzocchi S., *Rivalutazione beni d’impresa, gli effetti nelle operazioni straordinarie*, Il Sole24Ore, 2023 [online]

Michelutti R., Valacca P., *Aggregazioni aziendali under common control e irrilevanza fiscale della nuova rappresentazione contabile*, Corriere Tributario, 23/2018, pag. 1801 [online]

Montalenti, *Articolo 2501-bis, Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*, Il Nuovo Diritto Societario, pag. 2311 [online]

Montalenti P., *I giudici italiani e il leveraged buy out tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, Giurisprudenza Italiana, 10/1996, pag. 11352 [online]

Morano A., *Il merger leveraged buy-out alla luce del nuovo art. 2501-bis*, Le Società, 07/2003, pag. 952 [online]

Morano A., *Liceità o illiceità del leveraged buy out?* Le Società, 07/1992, pag. 885 [online]

Neri L., *Aggregazioni aziendali sotto comune controllo nei Principi IAS/IFRS*, Amministrazione & Finanza, 10/2020, pag. 21 [online]

Oneglia F., Immacolata G., *Chiarimenti sulle acquisizioni con indebitamento*, Bilancio e reddito d’impresa, 06/2016, pag.5 [online]

Pasquale C., Schepis M., *Leveraged buyout*, Schede Eutekne [online]

Perotta R; *Le differenze di fusione e scissione: natura, significato economico e conseguente rappresentazione secondo profili aziendalistici e civilistici*, Rivista dei dottori commercialisti, 3/2006, pag. 538 [online]

Picone L., *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e Impresa, 03/2003 [online]

Portale G.B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzate*, Riv. soc., 1991, pag.29 [online]

Primo C., *Riporto delle perdite nelle fusioni con LBO: le posizioni dell’Agenzia delle Entrate*, Ipoa Quotidiano, 9 febbraio 2023 [online]

Quattrocchio L. M., Sassi G., *La fusione tramite indebitamento e la relazione dell’esperto*, Il nuovo diritto delle società, 10/2016, pag.15 [online]

Ramenghi G., *Business Combinations under Common Control: come si contabilizzano?* 2020 [online]

Reboa M., *Le operazioni di Leveraged Buy Out e l’art. 2501-bis c.c.: prime considerazioni*, Rivista dei dottori commercialisti, 06/2003 [online]

Rinaldi, L., Sotti, F., *Il partial goodwill della minoranza*, Rivista dei dottori commercialisti, 4/2015 [online]

Rocco F., *Una particolare operazione di “leveraged buy -out*, Le Società, 03/1994, pag. 425 [online]

Romeo M., *Leveraged buy out elusive se punta solo al vantaggio fiscale*, Il Sole24Ore, 2017 [online]

Rossi, C., *Purchase method e acquisition method: confronto fra metodologie di contabilizzazione delle aggregazioni aziendali secondo i principi contabili internazionali*, Bergamo, Quaderni del Dipartimento di Economia aziendale, 2011 [online]

Salafia V., *Acquisto di azioni proprie e iscrizione nel bilancio di esercizio di una società*, Le Società, 1998, pag. 1048 [online]

Sangiovanni V., *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, Le Società, 08/2010, pag. 959 [online]

Santesso E., Sostero U., *Il trattamento contabile del disavanzo da concambio*, Rivista dei dottori commercialisti, n.2, 2008 [online]

Schelsingher P., *Merger leveraged buyout e riforma societaria*, Corriere Giuridico, 06/2003, pag.705 [online]

Schelsingher P., *Un’apparente presa di posizione della cassazione penale*, Corriere Giuridico, 06/2000, pag. 745 [online]

Scifoni G., *Il leveraged buy-out a valori di mercato esclude l’elusione*, Il Sole24Ore, 2014 [online]

Spolidoro M. S., *Fusioni pericolose*, Rivista societaria, 2004 [online]

Spolidoro M. S., *Incorporazione della controllante nella controllata e Leverage Buy Out*, Le Società, 01/2000, pag. 75 [online]

Studio Cornelli G. &Associati, *Plusvalenze nelle operazioni straordinarie*, OneFiscale [online]

Studio Cornelli G. &Associati, *Perdite fiscali, eccedenze di interessi passivi ed eccedenza ace*, OneFiscale [online]

Vitale R., Zanetti E., *Fusione*, Schede Eutekne [online]

Zanetti E., *Procedura rafforzata con limitazioni per le fusioni con indebitamento*, Eutekne [online]

Zanetti E., *Compiti diversi per esperti e incaricati della revisione nelle fusioni con indebitamento*, Eutekne [online]

## PRASSI

Risoluzione del 19 gennaio 2023, n.84, Oggetto: Articolo 11, comma 2, legge 27 luglio 2000, n.212. Parere sfavorevole alla disapplicazione delle limitazioni previste dall'articolo 172, comma 7 del Tuir in caso di fusione inversa del veicolo da parte della target in un'operazione di MLBO

Risoluzione del 29 luglio 2022, n. 395, Oggetto: Analisi antiabuso, ai fini IRES e IRAP, di un'operazione di acquisizione di partecipazioni infra-gruppo con indebitamento infra-gruppo. Deducibilità degli interessi passivi derivanti dal finanziamento contratto.

Risoluzione del 10 maggio 2022, n. 255, Oggetto: Disapplicazione delle limitazioni ex art. 172, co. 7, del TUIR - fusione per incorporazione - mancato rispetto del limite patrimoniale - affitto di ramo d'azienda tra incorporata e incorporante

Risoluzione del 10 maggio 2022, n. 253, Oggetto: Disapplicazione articolo 172, comma 7, del TUIR in caso di Fusione non ancora realizzata: Test di vitalità e limite del patrimonio netto

Risoluzione del 22 aprile 2022, n. 211, Oggetto: Riporto delle perdite - Fusione per incorporazione inversa quale ultimo step di una riorganizzazione societaria e disapplicazione del limite al riporto degli interessi passivi della controllante-incorporata - Articolo 172, comma 7, decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917

Risoluzione del 21 marzo 2022, n.128, Oggetto: Riporto delle perdite - Fusione per incorporazione inversa della società veicolo da parte della società target in un'operazione di MLBO e contemporanea incorporazione delle subholding controllate-consolidate dalla società target

Risoluzione del 21 marzo 2022, n.127, Oggetto: Disapplicazione articolo 172, comma 7, del TUIR operazione di MLBO

Risoluzione del 4 febbraio 2022, n. 76, Oggetto: Riporto delle perdite - Fusione per incorporazione e disapplicazione del limite al riporto delle perdite fiscali pregresse - Articolo 172, comma 7, decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917

Risoluzione del 4 febbraio 2022, n. 74, Oggetto: Riporto delle perdite - Fusione per incorporazione tra le uniche due società facenti parte dello stesso consolidato fiscale nazionale - Articolo 172, comma 7, decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917

Risoluzione del 4 febbraio 2022, n. 73, Oggetto: Riporto delle perdite - Fusione per incorporazione di una holding nella configurazione post-incorporazioni, temporalmente susseguenti, delle società operative del suo gruppo - Articolo 172, comma 7, decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917

Risoluzione del 13 febbraio 2020, n. 57, Oggetto: Articolo 172, comma 7, del TUIR - Disapplicazione della normativa di contrasto alla compensazione intersoggettiva delle perdite fiscali, in caso di fusione societaria a seguito di acquisizione con indebitamento (MLBO).

Risoluzione del 4 ottobre 2018, n.27, Oggetto: Articolo 172 del TUIR approvato con D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 Ricostituzione in capo all'incorporante delle riserve fiscali in ipotesi di fusione inversa

Risoluzione del 24 maggio 2017, n.62, Oggetto: Interpello ordinario - stratificazione fiscale del patrimonio netto della società risultante della fusione in caso di fusione c.d. inversa

Circolare del 30 marzo 2016, n. 6, Oggetto: Chiarimenti in merito al trattamento fiscale delle “operazioni di acquisizione con indebitamento” - La deducibilità degli interessi passivi ed il trattamento delle componenti reddituali destinate a soggetti localizzati in paesi esteri.

Circolare del 9 marzo 2010, n. 9, Oggetto: Riporto delle perdite fiscali nelle operazioni di fusione e scissione che coinvolgono società che partecipano ad un consolidato fiscale nazionale.

Risoluzione del 27 aprile 2009, n.111, Oggetto: Art. 172, comma 10-bis, Tuir - Fusione inversa – Chiarimenti

Risoluzione del 10 aprile 2008, n.143, Oggetto: Istanza di interpello /2007 – ALFA - articolo 11, legge 27 luglio 2000, n. 212. Articolo 172, comma 7, del TUIR

Risoluzione del 24 ottobre 2006, n.116, Oggetto: Istanza di interpello- Articolo 21, comma 9, legge n. 413 del 1991

## GIURISPRUDENZA

Cass. Civ; Sez. V, 19 maggio 2023, n.13914

Corte Giust. I° grado; Sez. II, 16 novembre 2022, n.261

Cass. Civ; Sez. V, 16 gennaio 2019, n.868

Cass. Civ; Sez. I, 18 gennaio 2018, n.1181

Corte trib. reg. Lombardia Milano; Sez. XVII; 26 novembre 2019, n.4763

Corte trib. reg. Lombardia Milano; Sez. XIV; 10 dicembre 2015, n. 9999

Massima del 17 novembre 2020, n. 192 Consiglio Notarile di Milano, Oggetto: Limiti della retrodatazione degli effetti contabili della fusione e della scissione (art. 2504-*bis*, 2506-*quater* c.c.)

Massima del 9 luglio 2019, n.180 Consiglio Notarile di Milano, Oggetto: Esenzione dalla situazione patrimoniale aggiornata in caso di fusioni e scissioni riconducibili all'art. 2505 c.c. (artt. 2501-*quater*, 2505, 2505-*bis* e 2506-*ter* c.c.; artt. 110, 113, 114, 115, 143 e 156 Dir. UE 2017/1132)

Massima del 18 maggio 2007, n. 98 Consiglio Notarile di Milano, Oggetto: Incorporazione di società detenuta al novanta per cento dalla controllante totalitaria dell'incorporante (art. 2505-*bis* c.c.)

Massima del 18 maggio 2007, n.97 Consiglio Notarile di Milano, Oggetto: Situazioni patrimoniali e bilanci in caso di fusione e scissione di società di persone (artt. 2501-*quater*, 2501-*septies*, 2502-*bis* c.c.)

Massima del 22 novembre 2005, n. 88 Consiglio Notarile di Milano, Oggetto: Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di "covendita" delle partecipazioni (art. 2355-*bis* e 2469 c.c.)

Massima del 15 novembre 2005, n. 72 Consiglio Notarile di Milano, Oggetto: Imputazione del disavanzo "da concambio" nella fusione e nella scissione (art. 2504-*bis*, comma 4, c.c.)

Massima del 19 novembre 2004, n. 57 Consiglio Notarile di Milano, Oggetto: Deposito delle somme in caso di fusione o scissione anticipata (art. 2503 c.c.)

Massima del 19 novembre 2004, n.56 Consiglio Notarile di Milano, Oggetto: Decorrenza degli effetti della fusione in caso di incorporazione di più società (art. 2504-*bis* c.c.)

Massima del 22 marzo 2004, n. 28 Consiglio Notarile di Milano, Oggetto: Scelta di un esperto comune nella fusione (art. 2501-*sexies* c.c.)

Massima del 18 marzo 2004, n. 22 Consiglio Notarile Milano, Oggetto: Presupposti della procedura semplificata della fusione: profilo temporale e ipotesi ulteriori (art. 2505 c.c.)

Orientamento H.I. 19 Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Oggetto: Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie azioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro

Orientamento L.A. 35 Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Oggetto: Fusione inversa semplificata per incorporazione società partecipante al 90%

Orientamento L.B. 1 Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Oggetto: Ambito applicativo dell'art. 2501-*bis* c.c.

Orientamento L.B.2 Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Oggetto: Derogabilità al procedimento di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento ex. art. 2501-*bis* c.c.

## NORMATIVA

Art. 10-*bis* Legge n. 212 del 2000

Art. 2357 Codice Civile

Art. 2357-*bis* Codice Civile

Art. 2357-*ter* Codice Civile

Art. 2357-*quater* Codice Civile

Art. 2358 Codice Civile

Art. 2359 Codice Civile

Art. 2368 Codice Civile

Art. 2369 Codice Civile

Art. 2391 Codice Civile

Art. 2391-*bis* Codice Civile

Art. 2497-*ter* Codice Civile

Art. 2501-*bis* Codice Civile  
Art. 2504-*bis* Codice Civile  
Decreto Legislativo del 18 agosto 2015, n.139  
Decreto Legislativo del 4 agosto 2008, n. 142  
Decreto Legislativo del 17 gennaio 2003, n.6  
Direttiva CE dell'11 luglio 2007, n. 36  
D.P.R. 22/12/1986, n. 917, Art. 96  
D.P.R. 22/12/1986, n. 917, Art. 172  
IAS 8 - Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors  
IAS 24 - Related Party Disclosures  
IAS 36 - Impairment of assets  
IFRS 3 Revised - Business combinations  
IFRS 10 - Consolidated Financial Statements  
IFRS 13 - Fair Value Measurement  
ISAE 3400 -The Examination of Prospective Financial Information  
OIC 4- Fusione e scissione  
OIC 10- Rendiconto finanziario  
OPI 2 (Revised)  
Regolamento UE del 21 aprile 2020, n.551  
Regolamento CONSOB del 12 marzo 2010, n.17221  
Regolamento UE del 19 luglio 2002, n. 1606

## ALTRI DOCUMENTI

- Progetto di fusione per incorporazione di Windco S.p.A. in Sanlorenzo S.p.A. redatto ai sensi e per gli effetti degli articoli 2501-ter e 2501-bis c.c.
- Piano economico finanziario relativo al periodo 2019-2025
- Relazione della società di revisione KPMG S.p.A. ai sensi dell'art. 2501- sexies c.c.
- Relazione congiunta degli amministratori delle società ai sensi dell'art. 2501- quinquies c.c.
- Relazione finanziaria annuale di Sanlorenzo S.p.A. al 31.12.2022
- Relazione finanziaria annuale di Sanlorenzo S.p.A. al 31.12.2021
- Relazione finanziaria annuale di Sanlorenzo S.p.A. al 31.12.2020
- Relazione finanziaria annuale di Sanlorenzo S.p.A. al 31.12.2019
- Relazione finanziaria annuale di Sanlorenzo S.p.A. al 31.12.2018

## SITOGRAFIA

Aifi- Associazioni italiana del private equity, venture capital e private debt

[Disponibile su: <https://www.aifi.it/it/private-equity-e-venturecapital>]

Assirevi, OPI 1 e OPI 2 (Revised)

[Disponibile su: <http://www.assirevi.com/documenti-assirevi/documenti-opi/documenti-in-vigore-opi/> ]

Borsa italiana, LBO

[Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leveragebuyout.htm> ]

Confindustria nautica

[Disponibile su: <https://lanauticaincifre.it/wp-content/uploads/2023/04/La-Nautica-in-Cifre-2023a-Monitor.pdf> ]

CNA, Nautica

[Disponibile su: <https://www.cnapisa.it/wp-content/uploads/2019/05/rapportonautica2019def.pdf> ]

Deloitte, Boating Market Monitor 2019

[Disponibile su:  
<https://www2.deloitte.com/it/it/pages/strategy-operations/monitor-deloitte/articles/boating-market-monitor-2019---deloitte-italy---monitor.html> ]

Fondazione Nazionale dei Commercialisti

[Disponibile su: <https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/303> ]

Forbes, Il mercato nautico

[Disponibile su: <https://forbes.it/2022/09/23/il-mercato-nautico-continua-a-crescere-italia-prima-al-mondo-nei-superyacht/> ]

Gazzetta ufficiale

[Disponibile su:  
[https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie\\_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2003-01-22&atto.codiceRedazionale=003G0010](https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2003-01-22&atto.codiceRedazionale=003G0010) ]

Organismo Italiano di Contabilità, OIC 4

[Disponibile su: [https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2007-01-24\\_OIC-4\\_Fusione-e-scissione.pdf](https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2007-01-24_OIC-4_Fusione-e-scissione.pdf) ]

Rete Impresa

[Disponibile su:  
[https://www.retimpresa.it/wpcontent/uploads/zf\\_documents/1601806276Focus\\_rev01\\_web.pdf](https://www.retimpresa.it/wpcontent/uploads/zf_documents/1601806276Focus_rev01_web.pdf) ]

Sanlorenzo S.p.A.

[Disponibile su: <https://www.sanlorenzoyacht.com/it/index.asp> ]

Treccani, Fusione di società

[Disponibile su: <https://www.treccani.it/enciclopedia/fusione-di-societa/> ]