

CAPITOLO PRIMO

IL PROBLEMA

SOMMARIO: 1. L'evoluzione normativa della fusione concordataria. – 2. (*Segue*): la compatibilità dell'operazione di fusione con procedure concorsuali conservative e liquidative. – 3. La funzione economica della fusione nella soluzione della crisi d'impresa. – 4. (*Segue*): la fusione con finalità liquidativa nelle teorie aziendalistiche. – 5. (*Segue*): tipologie di fusione concordataria. – 6. Il quadro comparatistico: la *Verschmelzung zur Sanierung* nel diritto tedesco. – 7. (*Segue*): uno sguardo alle operazioni di riorganizzazione nel *plan de sauvegarde* e di *redressement judiciaire*. – 8. (*Segue*): la *fusión* di società "convenida". – 9. (*Segue*): la fusione nell'*Insolvency Act* britannico. – 10. (*Segue*): l'operazione di fusione nel *Reorganization Plan* previsto dal *Bankruptcy Act* statunitense. – 11. Risultati delle esperienze straniere ed impostazione dell'indagine.

1. *L'evoluzione normativa della fusione concordataria*. – Circa venti anni fa, in un articolo dedicato alle operazioni di fusione e scissione come novellate dal d.lgs. n. 22/1991, Gian Franco Campobasso esprimeva una cauta ma lungimirante critica al divieto di partecipare ad operazioni di fusione per le società sottoposte a procedura concorsuale, «almeno per quanto riguarda l'amministrazione controllata dato il carattere non liquidativo di tale procedura (concorsuale)»¹.

¹ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *La recente disciplina*, 377, e, in particolare, 380 ss. per un quadro di sintesi delle innovazioni introdotte in sede di recepimento della terza direttiva comunitaria in tema di fusione (78/855/CEE). E c. anche NIGRO, *Le società per azioni*, 224 e 307, secondo cui, proprio con riferimento alle società di capitali, possono realizzarsi operazioni di ristrutturazione dell'impresa in crisi, «che quasi sempre costituiscono l'unica strada percorribile per l'effettivo risanamento e che solo la struttura societaria di tipo capitalistico concretamente consente (aumenti di capitale, con immissione di nuovi soci; fusioni, ecc.)» [corsivo aggiunto]. L'Autore, quindi, pur individuando nell'alterazione oggettiva e soggettiva derivante dalla fusione, la *ratio* del divieto previsto dall'originaria formulazione dell'art. 2501 c.c., ritiene ammissibile che una società in procedura fallimentare decida di attuare un'operazione di ristrutturazione finanziaria e patrimoniale dell'impresa, in funzione di soluzioni concordatarie della crisi, al fine di evitare la dissoluzione dell'impresa stessa.

Con questo accenno sembrava aprirsi uno spiraglio interpretativo per consentire la fusione di società ammesse al concorso, quando l'art. 2484 c.c. annoverava (ancora) la dichiarazione di fallimento tra le cause di scioglimento della società e, soprattutto, l'art. 2501 c.c. vietava espressamente alle società in procedura concorsuale la partecipazione ad operazioni di fusione².

La generica formulazione del divieto era quindi destinata a comprendere, senza alcun distinguo, procedure a carattere liquidativo o conservativo³; con la conseguenza che, anche in presenza di una crisi temporanea e superabile, era totalmente precluso alle società di ricorrere ad un valido strumento di risanamento, come nella prassi aziendalistica è da sempre considerata la fusione tra società.

Del resto, si osservava che, se la dichiarazione di fallimento era per legge incompatibile con la continuazione dell'attività sociale (art. 2484 c.c.), anche la partecipazione ad un'operazione di fusione doveva ritenersi parimenti preclusa alle società già sottoposte a procedura concorsuale (art. 2501 c.c.). Ed infatti la valida approvazione della delibera presupponeva la *persistenza* dei rapporti giuridici in capo alle società partecipanti ai fini della loro "assunzione" nella società incorporante o risultante dall'operazione⁴.

² Il divieto di partecipare ad operazioni di fusione e scissione fissato per le società sottoposte a procedura concorsuale dagli artt. 2501, comma 2, e 2504-*septies*, comma 2, c.c., non sembrava, infatti, suscettibile di essere elevato a principio generale dell'ordinamento, trovando fondamento nell'alterazione soggettiva ed oggettiva della società risultante dall'operazione. Con riferimento alle modificazioni dell'atto costitutivo (diverse dalla fusione e dalla scissione) rilevava «la *non incompatibilità* con le esigenze della procedura e con la situazione di spossamento», NIGRO, *Le società per azioni*, 325 [corsivo aggiunto]; di diverso avviso, M. MAUGERI, *L'introduzione della scissione*, 757 ss., che prospettava una lettura omogenea della norma là dove preclude la partecipazione ad operazioni di fusione e scissione sia alle società in liquidazione che abbiano cominciato la distribuzione dell'attivo, sia a quelle assoggettate a procedura concorsuale. In tal senso, sembrava possibile reinterpretare la seconda ipotesi (la soggezione a procedura concorsuale) nell'ottica della situazione che rende operativo il divieto nel caso di società in liquidazione (ossia, l'avvio del procedimento di liquidazione dell'attivo).

³ Sulla critica alla genericità del divieto, v. oltre a G.F. CAMPOBASSO, *La recente disciplina*, 377, anche DE ANGELIS, *Le operazioni*, 57; PACIELLO, *Scioglimento della società per azioni*, 55, nt. 26; diversamente, BELVISO, 524.

⁴ In questa prospettiva, cfr. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, 21. Sulla sostanziale contrapposizione tra le modifiche strutturali riferibili ad una società *in bonis* e quelle che, alla luce del parziale "congelamento" derivante dalla procedura, potevano interessare anche una società in crisi o insolvente, NIGRO, *Le società per azioni*, 325 s. Non è certo questa la sede per affrontare, con il dovuto grado di approfondimento, le diverse modificazioni statutarie ritenute possibili – ancor prima dell'intervento riformatore – nel quadro delle soluzioni concordatarie della crisi o dell'insolvenza. In proposito, M. MAUGERI, *L'introduzione della scissio-*

Né tale conclusione pareva incrinata dalla possibilità – tuttora prevista dal comma 2 dell'art. 2501 c.c. – che le società in liquidazione potessero prendere parte ad operazioni di fusione sino all'avvio della fase disgregativa⁵. Al riguardo si osservava che la *ratio* di questo divieto consisteva nell'esigenza che alla fusione non partecipassero società il cui patrimonio risultasse già depauperato di poste dell'attivo rilevanti ai fini dell'operazione di consolidamento; con la conseguenza che era certamente ininfluyente (rispetto alla partecipazione alla fusione) il mero accesso alla fase di scioglimento della società⁶. Tanto bastava a chiarire che l'apertura legislativa in merito alle fusione di società disciolta non si poneva in insanabile contraddizione col divieto di partecipare ad operazioni di fusione previsto per le società in procedura concorsuale; anzi il divieto di fondersi, fissato per queste ultime, era visto come il completamento normativo nell'ipotesi in cui la società si trovasse in fase di scioglimento al momento dell'ammissione ad una procedura concorsuale. In tal caso, anche a prescindere dall'avvio della liquidazione patrimoniale, la fusione doveva comunque ritenersi preclusa a tutela degli interessi dei creditori e del mercato.

Questa considerazione non esauriva, però, i termini della questione. Al-

ne, 757 ss.; NIGRO, *Le società per azioni*, 325 s.; e, con specifico riferimento alla liquidazione ordinaria di enti societari, v. CAVALLO BORGIA, 169 ss.; GALLESIO PIUMA, 189 ss.; LIBONATI, *Il gruppo insolvente*, 24 ss.

⁵ Tale previsione (prevista dagli artt. 3, comma 2, e 4, comma 2 della direttiva sulla fusione) determina il declino dell'orientamento che limitava la partecipazione ad operazioni di fusione alle sole società in attività, sul convincimento che lo stato di liquidazione presupponesse già disciolto il vincolo sociale, mentre *a contrario* la fusione ne implicherebbe la permanenza (in quest'ottica, v. FERRI, *La fusione*, 21 ss.; GRECO, 436, nt. 150; in giurisprudenza, App. Roma, 8 marzo 1957; App. Firenze, 3 marzo 1952; Trib. Roma, 14 novembre 1979; *contra*, con diverse argomentazioni, App. Trieste, 8 novembre 1987; App. Trieste, 6 ottobre 1986; Trib. Verona, 15 maggio 1986).

Restava fermo, tuttavia, che l'annullamento o la revoca dello stato di liquidazione (GRAZIANI, *Diritto delle società*⁵, 549, nt. 4) o l'eliminazione della causa di scioglimento (C. SANTAGATA, *La fusione*, 37 ss.) rendevano legittima l'adozione della delibera di fusione alla luce della "reviviscenza" del vincolo sociale. E ciò a prescindere dalla circostanza che la decisione di fusione venisse assunta successivamente a quella di revoca della liquidazione, visto che le modifiche statutarie strumentali alla fusione non sono immediatamente operative (art. 2503), mentre la revoca della liquidazione, nel presupporre l'eliminazione della causa di scioglimento, esplica immediata efficacia, C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, 25; e già C. SANTAGATA, *La fusione*, 42.

⁶ Esclude, quindi, che possa darsi luogo alla fusione anche in caso di pagamento di acconti ai soci, MONTAGNANI, 100 ss. Diversamente, PACIELLO, *Scioglimento della società per azioni*, 75 ss., che opta, invece, per una valutazione concreta dei risultati prodotti dall'acconto.

cuni rilevanti percorsi interpretativi miravano infatti a sovvertire questo sistema. Percorsi, di fatto, propensi a derogare al (duplice) divieto di fusione originariamente previsto dall'art. 2501, comma 2, c.c.: vale a dire, tesi a valutare se, a determinate condizioni, una società disciolta potesse prendere parte ad un'operazione di fusione nonostante il sollecito avvio della ripartizione dell'attivo; e a verificare, poi, se i risultati interpretativi così raggiunti potessero trovare applicazione anche nella prospettiva concorsuale.

Sembra prezioso, per un corretto inquadramento del problema, l'orientamento interpretativo che riteneva (parzialmente) derogabile il "divieto di fusione" previsto in capo alle società in liquidazione che abbiano già iniziato la distribuzione del patrimonio. Si rilevava, infatti, che il momento individuato dal legislatore – ossia l'effettivo avvio del riparto dell'attivo – non comportava la lesione di alcun interesse sovra-individuale, ma consentiva solo di risolvere un conflitto di interessi interno alla società: tra una maggioranza, che delibera la fusione, ed una minoranza, che pretende la quota di liquidazione. E questa considerazione implicava anche la possibilità di neutralizzare il divieto di partecipare ad una fusione con il consenso unanime dei soci⁷.

Inoltre, parte della dottrina riteneva che la situazione di perdita del capitale *ex art. 2446 c.c. o, a fortiori*, di stato di liquidazione in conseguenza di una perdita *ex art. 2447 c.c.*, non fosse di per sé idonea ad escludere la parte-

⁷ Per le argomentazioni a favore dell'unanimità, cfr. M. MAUGERI, *L'introduzione della scissione*, 762; analogamente, in giurisprudenza, Cass., 21 aprile 1983, n. 2734; Trib. Torino, 23 agosto 1988; Trib. Roma, 19 marzo 1990. Per l'approvazione a maggioranza, prescindendo dall'avvio della ripartizione dell'attivo patrimoniale: C. SANTAGATA, *Lineamenti generali*, 22; SERRA-SPOLIDORO, 18; AFFERNI, 402; e in giurisprudenza, Trib. Trieste, 25 giugno 1996; App. Genova, 20 maggio 1974; Trib. Genova, 29 settembre 1988; App. Torino, 13 ottobre 1988. In via generale, sulla fusione di società disciolta, un'interessante prospettiva è stata ricavata – di recente – da una riflessione più attenta sul contenuto della norma e sulla portata del relativo divieto. Si è detto, infatti, che l'innovazione della disposizione consiste nella circostanza che la società può deliberare la fusione in costanza dello stato di liquidazione, non essendo richiesto il consenso unanime dei soci, né la revoca della liquidazione (al riguardo, cfr. il nuovo art. 2487-ter che consente la revoca dello stato di liquidazione a maggioranza, riducendo così la portata innovativa della norma). Nel caso in cui la società ritrovi in sé le risorse idonee per il recupero della vita sociale, la decisione di fusione, adottata con le opportune maggioranze, varrà quindi ad eliminare la causa di scioglimento e a determinare l'immediato recupero della vita attiva della società partecipante alla fusione. Nella diversa ipotesi di società disciolta per sopravvenuta impossibilità di conseguire l'oggetto sociale, i soci potranno comunque deliberare – in pendenza dello stato di liquidazione – una fusione con altra società operativa, così inserendo le attività sociali in un nuovo organismo. La fusione, pertanto, rappresenta un mezzo di recupero di una società altrimenti destinata alla dissoluzione; e ciò a prescindere dalla circostanza che sia la società incorporante o l'incorporata, ovvero entrambe, in stato di liquidazione. In questa prospettiva, C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, 27 ss.

cipazione della società ad un'operazione di fusione⁸. Di fatto, nel caso in cui una delle società partecipanti risultasse priva di un patrimonio netto positivo, la fusione poteva, tutt'al più, determinare il totale "disinteressamento" dei soci della società "in perdita" dalla società risultante dalla fusione, con la conseguente necessità del loro consenso (unanime o maggioritario) alla delibera di fusione⁹.

Diversa era, invece, la posizione assunta dalla letteratura nei confronti delle società sottoposte a procedura concorsuale.

Anteriormente alla riforma del 2003, si riteneva, infatti, che il divieto di fusione derivasse da esigenze (di tutela di interessi) che sovrastano quelle individuali dei soci della società partecipanti, rinvenibili, in primo luogo, nella garanzia al corretto funzionamento della procedura concorsuale¹⁰. Il malsicuro coordinamento tra le norme concorsuali e quelle societarie avrebbe causato "pericolose" interferenze nello svolgimento delle procedure, soprattutto per quanto riguarda le conseguenze, sulla società, del perfezionamento delle procedure a carattere liquidativo-estintivo.

Riguardo gli argomenti di ordine esegetico, tratti dalla formulazione dell'art. 2501, comma 2, c.c., si rilevava, in via generale, che il legislatore avesse modellato in modo diverso i due divieti di fusione: solo quello previsto in capo alle società in procedura dispiegava i suoi effetti indipendentemente dal verificarsi di una determinata situazione o condizione. Se ne desumeva, pertanto, il carattere assoluto ed inderogabile del divieto di fusione per le so-

⁸ V. BOGGIO, *Amministrazione e controllo*, 859 s., che, pur riconoscendo l'intrinseca diversità tra lo stato di crisi (o di insolvenza) e la situazione di perdita del capitale sociale ex artt. 2446 e 2447 c.c., ne rileva comunque l'intima connessione dal momento che un'impresa in crisi – presto o tardi – verrà a trovarsi in tali situazioni. Per l'analisi di ammissibilità della fusione a valori contabili e reali negativi, v. *infra*, Capitolo Secondo.

⁹ Al riguardo, riteneva necessario il consenso unanime dei soci della società in perdita, MARCHETTI, 20. Nella diversa ipotesi in cui il patrimonio netto, nonostante le perdite di capitale, risulti positivo, ma formato da valori non idonei alla copertura dell'aumento di capitale a servizio del rapporto di cambio (ad esempio, l'avviamento), si rilevava che la congruità del rapporto di cambio potesse ritenersi soddisfatta mediante l'attribuzione ai soci della società "in perdita" delle azioni dei soci della società *in bonis*, previo consenso degli stessi: SERRA-SPOLIDORO, 20 s. Più recentemente, si è ammessa la fusione di società con capitale azzerato a condizione che le altre società partecipanti dispongano di eccedenze patrimoniali o di riserve idonee a coprire contabilmente le perdite confluite nella società *post*-fusione: C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, 28 ss., i quali – optando per l'adozione a maggioranza della delibera di fusione – non ritengono necessaria la previa ricostituzione del capitale, dato che la società in perdita permane in stato di liquidazione fino all'attuazione della fusione.

¹⁰ In quest'ottica, v. M. MAUGERI, *L'introduzione della scissione*, 762; SERRA-SPOLIDORO, 15 s.

cietà soggette a procedura concorsuale, prescindendo dalla finalità conservativa o liquidativa della stessa¹¹.

La dottrina prevalente si limitava, quindi, a rimarcare che solo la previa interruzione della procedura concorsuale potesse consentire una valida decisione di fusione, dal momento che il divieto riguardava non solo il momento dell'attuazione della fusione, ma anche la fase deliberativa¹². Era quindi ritenuta illegittima ed impugnabile (ed eventualmente, non omologabile) la delibera di fusione assunta in pendenza di una procedura concorsuale; ed era, invece, ritenuta inattuabile la delibera di fusione, validamente adottata dalla società, al sopraggiungere *medio tempore* delle condizioni previste dall'art. 2501, comma 2, c.c. Va da sé che l'apertura interpretativa che, a determinate condizioni, consentiva alle società disciolte di partecipare ad un'operazione di fusione nonostante l'inizio della ripartizione dell'attivo, era (per lo più) disattesa per le società in procedura concorsuale¹³.

Il quadro appena descritto, tuttavia, non era destinato a restare inalterato per lungo tempo. Infatti, già nella parentesi che va dal codice del 1942 alla riforma organica del diritto societario del 2003, alcune deviazioni sia interpretative, che normative, cominciavano a manifestarsi.

Nel pieno vigore del divieto di fusione previsto per le società in procedura, infatti, parte della dottrina rilevava – lo si è già accennato – un'incoerenza sistemica nella generica formulazione della norma, dal momento che ne consentiva l'applicazione anche alle società in crisi reversibile, per le quali la fusione poteva rappresentare un utile strumento di recupero¹⁴.

Inoltre, un primo riconoscimento normativo della fusione di società sottoposte procedure concorsuale pareva ricavarsi dalle modifiche apportate dal d.lgs. n. 270/1999 in tema di amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi¹⁵. La nuova disciplina consentiva, infatti, che il programma di ristruttu-

¹¹ Cfr., ancora, M. MAUGERI, *L'introduzione della scissione*, 762. Ma v., sulle perplessità mostrate da parte della dottrina con riferimento al divieto assoluto di fusione per le società assoggettate a procedure di tipo conservativo, *supra*, ntt. 1 e 3.

¹² Sul punto, v. C. SANTAGATA, *La fusione*, 42 s., il quale rilevava, altresì, che l'interruzione della procedura «esula di certo dalla disponibilità dei soci». Optano per l'inibizione del potere dell'assemblea straordinaria di deliberare la partecipazione ad una fusione di una società sottoposta a procedura concorsuale, SERRA-SPOLIDORO, 12.

¹³ Cfr. M. MAUGERI, *L'introduzione della scissione*, 762; SERRA-SPOLIDORO, 15.

¹⁴ V. i riferimenti indicati nelle ntt. 1, 3 e 4, per l'opinione che, anche nel vigore del previgente regime normativo, criticava l'inammissibilità della fusione di società ammessa a procedura concorsuale a carattere conservativo.

¹⁵ La disciplina dell'amministrazione straordinaria (come modificata dal d.lgs. n.

razione – presentato dal commissario straordinario entro sessanta giorni dall'apertura della procedura – potesse individuare nella fusione con una società sana, lo strumento di ricapitalizzazione della società in crisi¹⁶.

Del resto, anche il quadro comparatistico spingeva verso l'ammissibilità della fusione cui partecipi una società in procedura concorsuale. Sin dal recepimento della direttiva sulle fusioni, molti stati membri hanno individuato nella fusione – per legge o per semplice prassi – uno strumento concordatario di soluzione della crisi¹⁷.

In linea con tali tendenze, le riforme del diritto societario (prima) e del diritto concorsuale (poi) hanno radicalmente modificato la disciplina sul punto, eliminando gli ostacoli normativi alla fusione di società in procedura.

In sede di riforma organica del diritto societario del 2003, infatti, il legislatore nazionale – modificando la scelta effettuata al momento del recepimento della direttiva comunitaria 78/855 – ha abrogato l'originario divieto fissato dall'art. 2501, comma 2, c.c. e (contestualmente) eliminato il fallimento dalle cause di scioglimento della società, così optando per l'ampliamento degli istituti giuridici utilizzabili per il risanamento dell'impresa in crisi¹⁸. Ciò che è sopravvissuto del vecchio impianto normativo è il solo divieto di fusione in capo alle società in liquidazione che abbiano già iniziato la ripartizione dell'attivo¹⁹. Residuo normativo, quest'ultimo, che lascia

270/1999 e successivamente dal d.l. n. 347/2003) contempla espressamente tra le operazioni straordinarie deputate al perseguimento degli scopi del concordato, *inter alia*, la fusione con altre società dotate di adeguati mezzi patrimoniali e finanziari.

¹⁶ Ed invero, già prima delle modifiche introdotte dal d.lgs. n. 270/1999, parte della dottrina faceva leva sull'art. 2, comma 2, della legge istitutrice della procedura (l. 3 aprile 1979, n. 95) che – nel consentire di articolare il programma mediante l'attuazione di «nuovi assetti imprenditoriali» – sembrava riferirsi alla conformazione ed alla struttura del soggetto giuridico, consentendogli di realizzare (tra l'altro) fusioni e scissioni. V., sul punto, SANDULLI, 146; conforme, dopo il recepimento della direttiva sulle fusioni e scissioni, RORDORF, 408; e dopo l'introduzione del d.lgs. n. 270/1999, limitatamente all'incorporazione di una società sana, ALESSI, *L'amministrazione straordinaria*, 153; di diverso avviso, LIBONATI, *Il gruppo insolvente*, 28; dopo il d.lgs. n. 270/1999, NIGRO, *Società e soci*, 347 s.; C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, 40, nt. 101, ove anche ulteriori riferimenti.

¹⁷ *Infra*, § 6 ss.

¹⁸ Del resto, tali modifiche rispondono all'obiettivo fissato dall'art. 7, comma 1, lett. a), della legge delega, di «semplificare e precisare il procedimento, nel rispetto, per quanto concerne le società di capitali, delle direttive comunitarie».

¹⁹ Inoltre, all'indomani della riforma tale divieto ha subito un'espressa deroga nel caso in cui alla fusione partecipino società il cui capitale non è rappresentato da azioni (art. 2505-*quater*): vale a dire, società di persone (incluse le società semplici e le irregolari, se si ritiene che la fusione ne implichi la regolarizzazione: SARALE, 72; CAVANNA, 399), società a responsabilità limitata e società cooperative le cui quote non sono rappresentate da azioni. La

propendere in favore della possibilità che le società di capitali sottoposte a procedura (per le quali il fallimento non è più causa di scioglimento) possano deliberare ed attuare un'operazione concentrativa; e ciò almeno fino a quando non vengano avviate le operazioni preordinate alla ripartizione dell'attivo tra la massa dei creditori²⁰.

A conferma di tale orientamento, anche il legislatore della riforma della legge fallimentare ha conferito maggiore elasticità alle soluzioni negoziali, contemplando espressamente la possibilità di destinare le operazioni straordinarie al raggiungimento degli scopi concordatari. Al riguardo, infatti, gli artt. 124, comma 2, lett. c) e 160, comma 1, lett. a), l. fall. prevedono, con uguale formulazione, che le operazioni (sul capitale e) straordinarie costituiscano il contenuto di un concordato fallimentare e preventivo, elevando così le soluzioni concordatarie a campo elettivo di sperimentazione delle riorganizzazioni di società insolventi o in crisi²¹.

Pertanto, la centralità riconosciuta alle soluzioni concordate della crisi, da un lato, e l'ampliamento delle modalità riorganizzative di soddisfazione (con-

deroga non opera, invece, nel caso in cui la società risultante da una fusione propria sia di tipo azionario (GENOVESE, *Commento all'art. 2505-quater c.c.*, 3393; MAGLIULO, 424). V., tuttavia, per la disapplicazione delle regole (oltre che sulla fusione ex art. 2501, comma 2, c.c., anche) in materia di revoca della liquidazione, limitatamente all'ipotesi in cui la società risultante o incorporante non si trovi in stato di liquidazione: ESPOSITO, 1619 ss.; PERRINO, *Commento all'art. 2501 c.c.*, 1940.

²⁰ Cfr. PERRINO, *La riforma della disciplina*, 507; GUERRERA, *Gruppi di società*, 35; APICE, 350. Al contrario, con riferimento alle s.n.c. e la s.a.s. (esercenti attività commerciale), gli artt. 2308 e 2315 c.c. prevedono tuttora che la dichiarazione di fallimento rappresenti una causa di scioglimento, e inoltre l'art. 2279 c.c. impedisce ai liquidatori di intraprendere «nuove operazioni»; una formulazione, questa, che – come noto – è venuta meno per le sole società di capitali in liquidazione, siccome sostituita (nel corpo dell'art. 2486, comma 1, c.c.) dalla conservazione dei poteri gestori degli amministratori «ai soli fini della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale». E v. sulla possibilità che una s.p.a. in liquidazione possa presentare una proposta di concordato con continuità aziendale: Trib. Varese, 30 giugno 2012; Trib. Forlì, 12 dicembre 2013; ma, di diverso avviso, Trib. Trento, 19 giugno 2014.

²¹ Tra l'esiguo numero di norme (artt. 152-154 l. fall. e artt. 161, comma 2, lett. d), e 184, comma 2, l. fall.) che regola espressamente il concordato (rispettivamente, fallimentare e preventivo) delle società, il fulcro centrale degli istituti concordatari sembra racchiuso proprio nella generica formulazione adottata dagli artt. 124, comma 2, lett. c), e 160, comma 1, lett. a), l. fall., là dove è contemplata «la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma», e, in particolare, tramite l'adozione di un'operazione di riorganizzazione corporativa. Questa formulazione, ispirata all'analogia espressione contenuta nel § 1123 del *Bankruptcy Act* statunitense, non detta espressamente le specifiche operazioni riorganizzative che possono essere impiegate per la ristrutturazione dell'impresa, sebbene sia opinione largamente condivisa che qualsiasi operazione straordinaria si presti – con le opportune cautele – a tale scopo.

cordataria) del ceto creditorio, dall'altro, hanno fugato ogni dubbio sulla possibilità di realizzare una fusione concordataria²²; e ciò sia nell'ambito di un concordato preventivo, che fallimentare. Del resto, la comune natura procedimentale dei due concordati, la spiccata autonomia che li contraddistingue soprattutto nella fase di formulazione della proposta, oltre alla uguale finalità di soluzione della crisi, condizionano sensibilmente la ricostruzione sistematica dei due istituti, consentendo di accomunarne la trattazione e di tracciarne – solo all'occorrenza – le irriducibili diversità.

Non a caso, il primo significativo ostacolo che potrebbe incontrare la realizzazione di una fusione concordataria (sia in esecuzione di un concordato preventivo, che fallimentare) riguarda la compatibilità della fusione con procedure aventi finalità liquidative.

Se è pacifico, infatti, che le operazioni straordinarie rappresentano strumenti societari destinati alla circolazione degli *assets* d'impresa ed al governo dei processi di gestione, e perciò astrattamente compatibili con finalità di risanamento o di liquidazione, di espansione o di contrazione dell'attività²³; non altrettanto pacifica è l'opinione che ammette la compatibilità giuridica dell'operazione di fusione con procedure aventi finalità liquidative e, con essa, dubbio è anche lo *status* in cui debba trovarsi la società *post*-fusione²⁴. Si

²² Rilevano che le soluzioni concordate della crisi – per flessibilità e grado di coinvolgimento dei creditori e dei terzi – rappresentano lo strumento maggiormente idoneo a realizzare le modifiche organizzative più penetranti, GUERRERA-MALTONI, 18 s.; CARIDI, 865 ss. Alla stessa stregua, rileva la “deformalizzazione” della proposta concordataria, SANZO, 284; parla di «detipizzazione e liberalizzazione del contenuto della proposta», GUERRERA, *Il “nuovo” concordato fallimentare*, 527; sull'accentuazione dell'autonomia negoziale in sede concordataria, cfr., anche, PIRAS, XX; SALANITRO, 511 ss. Auspicavano una rivalutazione dell'autonomia negoziale nella gestione della crisi dell'impresa già prima delle riforme del diritto societario e del diritto concorsuale, GAMBINO, *Le procedure concorsuali minori*, 404; D'ALESSANDRO, *La crisi d'impresa*, 419 s.; LIBONATI, *Prospettive di riforma*, 339; e v., anche, ID., *Crisi dell'imprenditore*, 281 ss.

²³ Così, DE ANGELIS, *Le operazioni*, 41 ss.; GUERRERA-MALTONI, 41 ss.; PERRINO, *La riforma della disciplina*, 512 ss.; LUCARELLI, 1343 ss.; FERRI JR.-GUIZZI, 232 ss. Il che determina la superfluità della preventiva revoca dello stato di liquidazione o della procedura concorsuale per deliberare un'operazione di fusione finalizzata alla soluzione della crisi (o dell'insolvenza) ovvero alla migliore realizzazione delle finalità liquidative: GUERRERA-MALTONI, 45, ove si rileva che le operazioni di ristrutturazione potrebbero facilitare la liquidazione del patrimonio sociale, ad esempio, nell'ambito di un concordato preventivo proposto dalla società al fine di evitare il fallimento.

²⁴ È evidente che il nuovo concordato con continuità aziendale (art. 186-bis l. fall.) rappresenta il “banco di prova” ideale della fusione concordataria. Tuttavia, è particolarmente interessante valutarne l'implementazione anche nell'ambito di procedure a carattere liquidativo. Inte-

tende infatti ad ammettere, senza problemi, l'operatività della fusione nell'ambito di procedure finalizzate al superamento della crisi d'impresa, con conseguente chiusura della procedura e conservazione della struttura societaria; controversa è, al contrario, la possibilità che un'operazione concentrativa possa rappresentare uno strumento più efficiente e conveniente di liquidazione dell'attivo, alla luce di una prospettata "incompatibilità funzionale" tra i due istituti.

A tale stregua, le considerazioni fin qui svolte e la stessa eliminazione del divieto originariamente contenuto nell'art. 2501, comma 2, c.c. non sarebbero di per sé sufficienti a legittimare l'utilizzo della fusione come strumento attuativo di un concordato, rendendosi a tal fine necessaria la previa valutazione dello *stato* e della *finalità* della procedura.

2. (Segue): *la compatibilità dell'operazione di fusione con procedure concorsuali conservative e liquidative*. – L'art. 2499 c.c. prevede che una società sottoposta a procedura concorsuale possa liberamente deliberare una modificazione della sua "veste" giuridica a condizione che l'operazione non contrasti con le finalità e lo stato della specifica procedura. Questa previsione, se coordinata con il nuovo art. 2501, comma 2, c.c., sembra esprimere un atteggiamento di *favor legis* relativo alla capacità della società sottoposta a procedura di compiere operazioni straordinarie (e sul capitale), purché non venga oltrepassata la "soglia" di compatibilità ivi contemplata²⁵. Ne deriva che tale soglia minima (fissata espressamente solo in tema di trasformatio-

resse che sembra permanere anche nella l. 19 ottobre 2017, n. 155, recante Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi e dell'insolvenza, dove il confine tra liquidazione fallimentare e conservazione concordataria dell'impresa trova un'espressa deroga in caso di concordato liquidatorio (v., al riguardo, nt. 40 e testo corrispondente). Ciò detto, è innegabile che, nella prassi, l'utilizzo della fusione come strumento di liquidazione del patrimonio della società risultante dal procedimento concentrativo rappresenti un'ipotesi alquanto rara, che tende a realizzarsi più frequentemente tra società appartenenti allo stesso gruppo. Per queste ultime, infatti, sembra più agevole ipotizzare un'operazione concentrativa destinata ad incrementare il valore di liquidazione del patrimonio della società *post*-fusione, alla stregua del noto principio «l'insieme vale più della somma delle singole parti che lo compongono». In questo senso, cfr., nella letteratura spagnola, LARGO GIL, *El convenio concursal*, 89.

²⁵ Non solo, infatti, la fusione "eterogenea" implica anche la trasformazione di alcune società partecipanti, ma, inoltre, la regolamentazione positiva di un'operazione straordinaria (quella del cambiamento della veste giuridica) in cui possono partecipare società ammesse a procedure concorsuali, lascia propendere per la portata sistematica di questa norma: v., ALLECA, 216, che dalla *ratio* della norma fa discendere l'esigenza che le regole societarie debbano "adeguarsi" alle esigenze del concorso, e non il contrario; MOSCA, 29 ss.; DI SARLI, 450; più cauta, SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, 86.

ne) rappresenterebbe una sorta di principio generale; e, in quanto tale, estensivamente applicabile anche all'operazione di fusione di società sottoposte a procedura²⁶.

Il generico riferimento alle "finalità" ed allo "stato" della procedura impone, tuttavia, l'individuazione del significato da attribuire ai singoli parametri ritenuti (per interpretazione analogica) in grado di determinare l'incompatibilità della fusione nell'ambito di procedure concorsuali.

Quanto al primo limite, la sua esegesi sembra basarsi sull'individuazione delle generiche finalità perseguite dalla procedura e sull'idoneità della fusione di facilitarne o quantomeno non ostacolarne il raggiungimento. E del resto, proprio sulla distinzione tra procedure di tipo liquidativo o conservativo si fonda l'orientamento, già diffuso nel vigore della previgente disciplina, che considera le operazioni straordinarie compatibili solo con procedure finalizzate alla conservazione dell'ente societario²⁷. In questa prospettiva si osserva che la continuità degli obblighi e dei diritti della società che si fonde (che si scinde o si trasforma) in capo alla società risultante dall'operazione non potrebbe dispiegarsi nell'ambito di procedure che tendono alla dissoluzione del soggetto insolvente o in crisi; e ciò determinerebbe una situazione di incompatibilità atta a precludere il ricorso alla fusione nell'ambito di procedure concorsuali liquidative come, ad esempio, il fallimento, la liquidazione coatta amministrativa e, in taluni casi, anche il concordato preventivo²⁸.

²⁶ Nonostante l'assenza di uno specifico richiamo, ritengono che la valutazione di compatibilità con le finalità o lo stato della procedura vada riferita anche all'operazione di fusione, tra gli altri, C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, 37.

²⁷ Cfr., prima delle riforme di diritto societario e di diritto fallimentare, in tema di trasformazione, CABRAS, *Le trasformazioni*, 110; C. SANTAGATA, *La fusione*, 38; e, più in generale, oggi, SCIPIONE, 14.

²⁸ In quest'ottica v. NIGRO, *Diritto societario*, 192, il quale rileva un'incompatibilità "funzionale" tra le operazioni straordinarie e le procedure concorsuali a carattere squisitamente liquidativo. Estendono l'incompatibilità anche ad alcune configurazioni del concordato preventivo, C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, 37 s.; *contra*, in tema di fusione, ritenendo ammissibile un concordato preventivo nel quale la società soggetta a procedura partecipi nella veste di incorporante, purché le società incorporate abbiano un patrimonio netto attivo tale da non pregiudicare le loro pretese creditorie, DI SARLI, 452 ss., la quale ritiene che la società soggetta a procedura possa altresì indossare la "veste" di incorporata, purché l'incorporante abbia previamente adempiuto tutti i suoi debiti, in quanto «la società in concordato o in amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi si estingue ed il suo patrimonio confluisce e si confonde con quello dell'incorporante o risultante dalla fusione perdendo l'autonomia patrimoniale che garantisce i creditori sociali e rendendo impossibile la continuazione della procedura». Conforme, ALESSI, *Il nuovo concordato preventivo*, 1141. Per una disamina dei vari orientamenti, VICARI, *Commento all'art. 2501 c.c.*, 3286 s. Nella giu-

Al riguardo, pur riconoscendo che la dichiarazione di fallimento non priva gli organi sociali delle proprie competenze (purché compatibili con la situazione di spossessamento), si ritiene che gli effetti organizzativi e patrimoniali della fusione determinerebbero un'alterazione soggettiva e oggettiva della società, funzionalmente incompatibile con procedure a carattere liquidativo²⁹. Ne deriva che una società fallita potrebbe partecipare ad un'operazione di fusione solo in seguito alla revoca o alla chiusura del fallimento; in questo caso, infatti, il venir meno delle "cause" di incompatibilità e la sussistenza di rapporti imputabili (per effetto della fusione) alla società incorporante o risultante dall'operazione, consentirebbero ai soci di deliberare ed attuare una fusione con altra società, così chiaramente optando per il recupero (e quindi la sopravvivenza) dell'attività dell'impresa³⁰.

In senso opposto può tuttavia affermarsi che la prosecuzione dei rapporti giuridici (in capo alla società incorporante o risultante) è una conseguenza dell'operazione di fusione non necessariamente inconciliabile con lo scopo liquidativo perseguito da talune procedure concorsuali. La continuità dei rapporti giuridici rappresenta, infatti, un effetto transitorio della fusione che si esaurisce con il passaggio dei diritti e degli obblighi alla società *post-fusione* e che – a ben vedere – può prodursi a prescindere dalla continuità dell'impresa conseguente al suo risanamento.

La compatibilità tra fusione e procedure concorsuali non può dipendere, quindi, da un'aprioristica individuazione delle finalità perseguite dalla procedura, quanto piuttosto dalla valutazione delle concrete soluzioni offerte e dell'obiettivo specifico che la procedura si propone³¹. Ne consegue che, anche nel corso di una procedura a carattere tipicamente conservativo, andrà valutata la compatibilità dell'operazione con la procedura, per verificare che la fusione risulti uno strumento idoneo ad agevolare tale obiettivo, senza ag-

risprudenza tedesca, v. OLG Brandenburg, 27 gennaio 2015, che – anche dopo l'ESUG – ritiene inammissibile la fusione per incorporazione di una società insolvente nella veste di incorporante.

²⁹ Rilevano che, in pendenza di una procedura fallimentare, non può legittimamente deliberarsi la fusione della società e che, se deliberata prima dell'insorgere del fallimento, non può darsi seguito all'*iter* procedurale, con inefficacia di tutti gli atti già compiuti, C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, 38.

³⁰ Sul punto, cfr., ancora, C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, 37 s.

³¹ E v. MOSCA, 42, la quale – con riferimento alla trasformazione – puntualizza che «l'individuazione della finalità della procedura concorsuale è il primo elemento in grado di indirizzare la valutazione di incompatibilità tra trasformazione e procedura».

gravare la situazione economico-finanziaria della società e causare un ulteriore danno ai creditori sociali. E nulla esclude che la valutazione di compatibilità vada effettuata anche nel corso di una procedura finalizzata alla soddisfazione dei creditori con la liquidazione del patrimonio sociale; la fusione potrebbe, infatti, consentire – con le sinergie che per suo tramite si realizzano – una più efficiente liquidazione dell'attivo, mediante il contenimento dei costi o la riduzione dei tempi di realizzazione del risultato programmato³².

In questa prospettiva, l'unico parametro in grado di determinare l'inconciliabilità tra la fusione e le procedure concorsuali ad indirizzo liquidativo risiede nella confusione dei patrimoni delle società coinvolte, se idonea a pregiudicare la posizione dei creditori e dei soci delle società fuse³³. Circo- stanza, quindi, da verificarsi caso per caso.

Il secondo parametro da analizzare consiste nello "stato" della procedura concorsuale.

Anche in tal caso, a fronte di un orientamento "tradizionalista", che tende a vietare la fusione di società sottoposte a procedura che abbiano già dato inizio alla liquidazione dell'attivo³⁴, si è diffusa l'opinione favorevole a valutare – nel contesto specifico – la compatibilità dell'operazione con lo "stato" di avanzamento della procedura. E ciò comporta che, nell'ambito di una concordato di salvataggio, l'ammissibilità di una fusione non solo dipenda dalla sua idoneità ad agevolare la realizzazione degli scopi concordatari, ma anche dalla capacità di costituire lo strumento più efficace per farlo. Nel caso di procedure liquidative, invece, l'operazione dovrebbe consentire una ri-

³² Cfr. POTITO, *La nuova informazione*, 84, il quale rileva che la fusione che coinvolga società in crisi potrebbe essere un mezzo per eliminare un'impresa in perdita, quando le vie della cessione o della liquidazione si prospettano meno vantaggiose.

³³ Ritiene che la tutela dei creditori delle società coinvolte possa rappresentare il parametro discriminatorio tra "fusioni concordatarie" ammesse e quelle, per contro, ritenute incompatibili con le finalità delle procedure concorsuali (dal momento che il loro fine prioritario consiste nella protezione degli interessi del ceto creditorio), MAGLIULO, *La fusione delle società*, 38.

³⁴ Questo orientamento tratta l'ipotesi della liquidazione concorsuale alla stregua della liquidazione "volontaria": DI SARLI, 455.

Anche con riferimento all'operazione di trasformazione la dottrina prevalente, già prima dell'introduzione dell'art. 2499 c.c., sosteneva la possibilità di deliberare l'operazione sino all'avvio della distribuzione dell'attivo: DE ANGELIS, *La trasformazione*, 161, il quale rilevava che, da tale momento, i soci sarebbero stati titolari di un diritto individuale all'ottenimento della quota di liquidazione, non disponibile dalla maggioranza. Anticipava il sorgere di tale diritto al momento dell'avvio della liquidazione, TANTINI, *Trasformazione e fusione*, 251; di diverso avviso, AMADIO, 272.

duzione dei costi e dei tempi di realizzazione, tenuto conto della durata prevista per la procedura e delle alternative concretamente praticabili³⁵.

Mettendo a fuoco le due interpretazioni ipotizzate, la prima – più rigida – che individua i limiti della “finalità” e dello “stato” (rispettivamente) nello scopo generico perseguito dalla procedura e in un momento giuridicamente individuato a partire dal quale la struttura della società si considera “congelata”, la seconda – più articolata – che collega l’impossibilità di fondersi alle società in procedura solo se la specifica situazione o finalità lo impedisce, è agevole comprendere che propendere per l’una o l’altra è un’operazione che può essere realizzata solo valutando l’effettiva portata dell’intervento riformatore del legislatore concorsuale e, quindi, prescindendo da un legame con la tradizione³⁶.

³⁵ Con riferimento alla trasformazione, ritiene che la valutazione di compatibilità dell’operazione con la finalità e lo stato della procedura vada effettuata nel caso concreto, non rilevando la generica finalità perseguita dalla procedura o un momento giuridicamente individuato a partire dal quale la struttura della società si considera “congelata”, MOSCA, 38 ss., la quale – a titolo esemplificativo – rileva che il limite rappresentato dallo stato della procedura potrebbe impedire l’esecuzione della trasformazione qualora gli organi concorsuali abbiano già raggiunto un accordo con i titolari di azioni di «categoria» (art. 2348) inconciliabile con la «conversione» delle azioni in una partecipazione nella società risultante dall’operazione.

³⁶ Ritiene inammissibile la fusione nella quale una società fallita sia incorporata da una *in bonis* o partecipi ad una fusione in senso stretto nell’ambito di un concordato fallimentare, ALLECA, 216, rilevando – sul piano sistematico – che nel concordato (fallimentare) con assuntore, il proponente può anche essere un terzo rispetto al futuro obbligato, ma quest’ultimo deve comunque esistere ed essere capace di obbligarsi, sin dal momento della proposta; ne segue che il soggetto destinato ad assumere il ruolo di assuntore nel concordato fallimentare non può essere la società risultante dall’operazione, alla quale partecipi quella fallita. Per un’attenta casistica della diverse ipotesi di fusione tra una società fallita ed una società *in bonis*, cfr. DI SARLI, 455 ss., la quale ritiene lecita l’operazione sia nel caso in cui la società *in bonis* indossi la “veste” di società incorporante, sia nell’opposta ipotesi in cui incorporante risulti la società fallita. Nel primo caso, tuttavia, la liceità dell’operazione impone che, a seguito della fusione, risulti rimosso lo stato d’insolvenza e, quindi, che la società risultante dall’operazione non versi in tale condizione o in quella che impone una riduzione obbligatoria del capitale prevista dall’art. 2447 c.c. (cfr., in giurisprudenza, Trib. Milano, 6 giugno 1994; Trib. Milano, 22 settembre 1995; Trib. Milano, 27 marzo 1996); qualora, invece, sia la società fallita ad incorporare una società *in bonis* non interamente controllata, si ritiene necessario il consenso dei soci di minoranza della incorporanda che al termine dell’operazione, detenendo una partecipazione in una società destinata allo scioglimento, subirebbero un’appropriazione di fatto della loro quota (BELTRAMI, 253 ss.). Qualora la fusione rappresenti, invece, una modalità di cessazione di una procedura a carattere conservativo, si reputa ammissibile la fusione tra tutte le società già sottoposte a procedura (TAMBURINI, *Commento all’art. 2501 c.c.*, 2516 s.). All’opposto risultato si giunge, invece, nel caso in cui una società fallita si fonda con altra società fallita, senza perseguimento di fini conservativi (ancora, DI

In altri termini, l'indirizzo (senza dubbio più conservatore) che esclude la compatibilità funzionale della fusione con la soggezione della società alle procedure concorsuali di carattere liquidativo va rimeditato alla luce della finalità economica e della conformazione giuridica delle *nuove* soluzioni concordate della crisi³⁷. L'importanza sistematica e l'innegabile valore innovativo degli artt. 124 e 160 l. fall., per la parte in cui disciplinano la vasta gamma di soluzioni di cui il soggetto proponente dispone nella redazione dell'offerta concordataria, non possono infatti essere sottovalutati; e ciò, in particolare, se si considera che le procedure di auto-regolamentazione della crisi o dell'insolvenza rappresentano soluzioni alternative al procedimento della liquidazione fallimentare e,

SARLI, 455 ss.; VICARI, *Commento all'art. 2501 c.c.*, 3286 s.); e ciò in considerazione della circostanza che l'art. 12 l. fall. – che, come noto, disciplina la morte sopravvenuta dell'imprenditore fallito – non si applichi all'imprenditore collettivo, giacché l'effetto estintivo della fusione non può essere assimilato alla morte della persona fisica (C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, 44 s.; e con riferimento all'applicazione analogica dell'art. 10 l. fall. ad una società già fusa, Cass., 19 giugno 1996, n. 5679). Modificando il postulato di partenza, un recente orientamento di merito perviene al(lo stesso) risultato di escludere l'applicazione in via analogica degli artt. 10 e 11 l. fall. ad una società che, in pendenza dell'istruttoria *pre*-fallimentare, abbia preso parte ad una fusione per incorporazione, sulla constatazione che la fusione, rappresentando una vicenda meramente evolutivo-modificativa, non comporta l'estinzione della società incorporata, ma attua l'unificazione mediante l'integrazione reciproca delle società fuse (App. Perugia, 16 dicembre 2008). Più possibilista in riferimento all'applicazione analogica dell'art. 12 l. fall. agli imprenditori collettivi, BELTRAMI, 255, nt. 169, il quale fa perno su una recente decisione di legittimità (Cass., 1° febbraio 2007, n. 2210) che, confermando la fallibilità di una società insolvente entro un anno dalla sua incorporazione in altra società, estende di fatto l'applicazione alle persone giuridiche dell'art. 11, comma 1, l. fall., così rendendo probabile che «ad analoga soluzione si possa giungere con riferimento all'art. 12 l. fall.».

³⁷ L'utilizzo della fusione come strumento di liquidazione più efficiente dell'attivo sembra, infatti, avvalorato *i*) dalla disciplina della liquidazione coatta amministrativa in tema di concordato (artt. 214-215 l. fall.); *ii*) dalla considerazione della odierna liceità della fusione cui partecipi una società in liquidazione (salvo non sia cominciata la distribuzione dell'attivo ai sensi dell'art. 2501, comma 2, c.c.) *iii*) dell'autonomia concessa al proponente in sede di redazione dell'offerta concordataria che consente di utilizzare i diversi "strumenti" individuati dagli artt. 124 e 160 l. fall. indipendentemente dallo scopo (conservativo ovvero liquidativo) perseguito dalla proposta concordataria. In particolare, per la tesi secondo cui la fusione potrebbe costituire, anche per l'incorporante, un modo per l'espletamento più soddisfacente della liquidazione di tutte le entità coinvolte: MARCHETTI, 19, secondo il quale la fusione, non postulando necessariamente una "nuova operazione", consentirebbe in altri termini – con l'acquisizione di cespiti complementari a quelli della società in liquidazione – un'alienazione in blocco a migliori condizioni; con la conseguenza che la fusione può costituire strumento utile a facilitare e rendere meno onerosa la procedura di liquidazione; in senso conforme, v., tra gli altri, PACIELLO, *Scioglimento della società per azioni*, 53; PICCIAU, *Osservazioni*, 497; SERRA-SPOLIDORO, 17 s.

quindi, derogatorie dello stesso. La soddisfazione dei creditori e la conservazione e/o la liquidazione del valore aziendale sono obiettivi perseguibili – almeno in sede concordataria – anche attraverso una radicale riorganizzazione della società, che coinvolga l’assetto economico, finanziario e proprietario³⁸.

Senza considerare, poi, che anche il fallimento – tipica procedura a finalità liquidativa-dissolutiva – può oggi comportare (non già lo scioglimento della società, ma ricorrendone le condizioni) la salvaguardia della continuità aziendale³⁹.

A tal proposito, tuttavia, non può ignorarsi la recente approvazione della legge 155/17 contenente la delega al Governo per la riforma organica delle discipline di crisi e insolvenza d’impresa, che prevede una significativa separazione tra finalità liquidativa, perseguibile con la procedura di liquidazione giudiziale, e quella conservativa, perseguibile con un concordato preventivo. Infatti, nella proposta viene *sostanzialmente* eliminato il concordato finalizzato alla liquidazione dell’impresa, limitandone l’ambito operativo ai casi in cui lo stesso risultasse più vantaggioso per i creditori rispetto alla mera liquidazione giudiziale, grazie alla presenza di apporti di terzi che consentano di soddisfare le ragioni dei creditori chirografari in misura apprezzabilmente maggiore alla liquidazione⁴⁰.

³⁸ Sul punto, GUERRERA-MALTONI, 75, che rilevano come «anche a voler condividere la tesi dell’incompatibilità, con riferimento allo *svolgimento ordinario* del procedimento di liquidazione concorsuale, la nuova disciplina del concordato (sia preventivo, sia fallimentare) prefigura una «soluzione alternativa» ad esso, sicuramente compatibile con la fusione».

³⁹ È appena il caso di rilevare che, con le recenti modifiche introdotte dal legislatore, il fallimento si configura come una procedura con “doppia anima”, preordinata cioè alla liquidazione del patrimonio del soggetto insolvente per soddisfare le pretese dei creditori, ma – al contempo – alla conservazione dell’integrità del c.d. “bene impresa”, visto che la liquidazione dei singoli beni va attuata solo qualora non si «possibile procedere alla vendita dell’intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco» (art. 105, comma 1, l. fall.); che risulta, poi, valorizzato il ricorso all’istituto dell’esercizio provvisorio dell’impresa del fallito (art. 104, l. fall.), nonché all’affitto d’azienda se preordinato ad una più proficua vendita dell’azienda o di parti della stessa (art. 104-bis, l. fall.); e che, ai sensi dell’art. 105, comma 8, l. fall., la liquidazione dell’azienda può avvenire anche «mediante il conferimento in una o più società, eventualmente di nuova costituzione, dell’azienda o di rami della stessa».

⁴⁰ Ed invero l’art. 6, comma 1, lett. a) della l. 155/17 propone di limitare l’utilizzo di concordati liquidativi solo in «caso di risorse esterne che aumentino in misura apprezzabile la soddisfazione dei creditori. È assicurato, in ogni caso, il pagamento di almeno il 20 per cento dell’ammontare complessivo dei crediti chirografari». Tra i primi commenti allo schema di Disegno di legge delega, v. SACCHI, *Le operazioni straordinarie*, 37; R. SANTA-GATA, *Il concordato di gruppo*, 682 ss.

Allo stato attuale, tuttavia, una volta “sganciata” (sulla base delle considerazioni che precedono) l’ammissibilità della fusione dalla specifica finalità perseguita dalla procedura concordataria, la “ragionevolezza” della fusione concordataria va valutata – oltre che sulla base della “fisiologica” apertura delle *nuove* soluzioni concordate della crisi o dell’insolvenza, come innanzi prospettato – anche movendo da un diverso angolo visuale. È, infatti, particolarmente utile valutare la funzione economica che la fusione può assolvere per il raggiungimento degli obiettivi del piano, anche mediante il riscontro dei casi concreti.

3. *La funzione economica della fusione nella soluzione della crisi d’impresa.* – I risultati economico-aziendali perseguibili con un’operazione di fusione, anche se tipicamente legati a tecniche di espansione, diventano spesso obiettivi di strategie connesse al superamento della crisi. La duttilità funzionale ed operativa che contraddistingue l’operazione ne fa, infatti, uno strumento particolarmente idoneo a fronteggiare la crisi, mediante l’eliminazione di carenze operative o di squilibri finanziari manifestati nelle strutture aziendali individualmente considerate⁴¹. L’unificazione corporativa e patrimoniale conduce a forme di integrazione orizzontale o verticale, destinate a rafforzare la redditività (anche solo prospettica) e le competenze specialistiche della società incorporante o risultante dall’operazione, prescindendo dalla “vitalità” delle varie partecipanti⁴². L’esistenza di una crisi aziendale non implica la necessità di cessare l’impresa, disgregando (e liquidando) i complessi produttivi e le risorse, anche intangibili, acquisite nel corso della sua vita⁴³; anche l’impresa in crisi può infatti conservare un valore positivo, al-

⁴¹ Così, POTITO, *La nuova informazione*, 84; SAVIOLI, 71 ss., il quale individua nella circostanza che la realizzazione di un’operazione di fusione non richieda l’esborso di mezzi finanziari, l’elemento che rende «l’operazione in esame strumento essenziale per addivenire ad operazioni di concentrazione anche in casi di illiquidità o, comunque, quando i mezzi finanziari disponibili devono essere allocati in altri investimenti»; sulle cause della crisi d’impresa e sulle modalità di superamento, v. anche AMADUZZI-PAOLONE, 357; GUATRI, *Crisi e risanamento*, 35 ss.

⁴² Cfr., in argomento, BASTIA-BROGI, 43.

⁴³ Non va trascurato che lo stesso legislatore antepone la finalità di salvaguardare il valore dell’azienda in esercizio ai fini di un miglior realizzo per i creditori (art. 105, comma 1, l. fall.), alla mera disgregazione del complesso aziendale, con conseguente eliminazione dell’impresa dal mercato. In argomento, cfr., AMBROSINI, *L’amministrazione dei beni*, 524 ss.; CAIAFA, 395 ss.; FIMMANÒ, *Commento all’art. 105 l. fall.*, 1734 ss.; ID., *Prove tecniche*, 756; GUERRERA, *Commento all’art. 152 l. fall.*, 2215; GUERRERA-MALTONI, 19 ss.; STANGHELLINI, *Le crisi d’impresa*, 289 ss.

meno prospettico⁴⁴. Ed è tale valore che la riorganizzazione dell'impresa realizzata tramite la fusione consente – più di altre operazioni – di preservare ed incrementare.

Del resto, la fusione si contraddistingue dalle altre forme di ristrutturazione societaria proprio poiché determina una riorganizzazione complessiva delle società che vi prendono parte: non è infatti ipotizzabile, come invece per la scissione, una fusione parziale⁴⁵; e non può prescindersi, al contrario della trasformazione, dalla partecipazione (e dalla riorganizzazione) di una pluralità di imprese⁴⁶. La completa riorganizzazione realizzata mediante l'unificazione di più società rappresenta, quindi, il fattore principale che eleva la fusione ad operazione particolarmente disponibile alla risoluzione della crisi d'impresa⁴⁷.

Il problema principale sembra consistere, dunque, nell'individuazione degli effetti benefici derivanti dalla combinazione strategica di più società,

⁴⁴ Cfr. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo*, 1043 ss., il quale evidenzia che la crisi può scaturire: da investimenti non recuperabili, molto costosi, che consentono comunque all'impresa di conservare un valore positivo che i creditori ed i soci potrebbero essere interessati a conservare; da un peso finanziario dovuto ad investimenti errati, «che hanno lasciato la società con gli stessi margini di guadagno, ma con molti più debiti»; da scelte imprenditoriali o finanziarie sbagliate, suscettibili di cambiamenti (“*turnaround*”) tesi al recupero di margini positivi; dalla compresenza di settori o rami aziendali che creano ricchezza, ed altri che la distruggono, con l'evidente interesse di separarli conservando la “*good company*”.

⁴⁵ Rilevano che l'eventualità di una incorporazione parziale rappresenta nel nostro ordinamento una scissione, mentre in quello comunitario è considerata come un'operazione diversa dalla fusione, sebbene alla stessa assimilabile (art. 31, direttiva 78/855/CEE), FERRI JR.-GUIZZI, 232 ss. Sul punto, va detto che parte degli effetti della fusione si rinvencono anche nella scissione (attribuzione patrimoniale, confusione patrimoniale, continuità dei diritti, estinzione senza liquidazione nella scissione totale), tuttavia la circostanza che la fusione coinvolga per intero il patrimonio e l'organizzazione delle partecipanti attribuendoli ad una sola società (preesistente o *neo-costituita*) crea ed amplifica gli effetti sinergici che ne fanno un'operazione particolarmente idonea al superamento della crisi o dell'insolvenza: v. sul rapporto tra scissione e trasferimento d'azienda, CENTONZE, 1 ss.; e in particolare con riferimento al carattere complessivo del trasferimento cagionato dalla fusione (rispetto alla scissione), 6 s.

⁴⁶ Al contrario della fusione, la trasformazione produce l'effetto di modificare il tipo della società senza farle perdere l'individualità: così, ancora, FERRI JR.-GUIZZI, 232 ss., i quali rilevano che la trasformazione eterogenea da o in comunione di azienda, «può rappresentare una vera e propria modalità di dis-organizzazione e, rispettivamente, di organizzazione “originaria” (e non di ri-organizzazione) dell'impresa».

⁴⁷ Del resto, le difficoltà finanziarie e competitive in cui versa una società ottimizzano le condizioni di realizzo della fusione, rendendo l'impresa in crisi un'allettante e facile “preda” degli altri *competitors* intenzionati ad una crescita nel settore di appartenenza: BASTIABROGI, 43.

di cui almeno una in crisi. Ed infatti, soprattutto nelle fasi patologiche dell'attività d'impresa, l'esito dell'operazione può dipendere dalla situazione patrimoniale e competitiva delle singole partecipanti, dalle condizioni generali del mercato e dalle opportunità di crescita del settore di appartenenza; vale a dire da una serie di fattori (endogeni ed esogeni all'impresa) idonei ad incidere sugli effetti ultimi dell'operazione.

La varietà degli scenari possibili comporta, inevitabilmente, la necessità di procedere a valutazioni caso per caso, prendendo in considerazione le specifiche criticità che hanno portato alla crisi e le utilità derivanti dalla concentrazione. Ciò nonostante, sembra possibile ed opportuno individuare almeno tre linee direttrici che possano, da un lato, facilitare l'analisi dei casi concreti; dall'altro, indirizzare (sin d'ora) l'attenzione su alcune caratteristiche tipologiche della fusione, destinate a renderla un'operazione particolarmente utile anche nelle fasi di dissesto – reversibile o meno – delle società.

Anzitutto, quando una delle società partecipanti è in crisi, la fusione consente di fare emergere plusvalenze latenti, non rinvenibili nelle rilevazioni contabili ordinarie. Come noto, infatti, quando un'impresa attraversa una fase di vita c.d. anomala o patologica, le valutazioni patrimoniali – fondate sui criteri di redazione prudenziale e veritiera del bilancio – risulteranno fortemente svilite o, meglio, svalutate rispetto al loro (eventuale) valore economico reale⁴⁸.

Di fatto, poiché le valutazioni da effettuare ai fini della realizzazione della fusione possono «essere ben diverse da quelle che servono per la determinazione del reddito di esercizio»⁴⁹, si reputa necessaria, ancor prima della redazione del primo bilancio *post*-fusione, una rivalutazione delle poste di bilancio, mediante la considerazione degli elementi patrimoniali al loro valore corrente. Ciò implica che gli amministratori, nell'ambito della relazione che correda il progetto, dovranno indicare le variazioni patrimoniali generate dalla fusione con lo scopo di informare i soci in merito alla congruità del rapporto di cambio proposto⁵⁰. Partendo, quindi, dai dati di bilancio, occor-

⁴⁸ Così, SAVIOLI, 126 ss.; 143 ss. e anche 80 ss., ove nello specifico evidenzia che alle valutazioni di fusione deve invece applicarsi la nozione di “capitale economico”, ossia il valore del capitale investito risultante da un giudizio economico basato sull'attitudine dell'impresa a produrre reddito in futuro; conformi, AMADUZZI, 323; ONIDA, 161; ZAPPA, 475 s.

⁴⁹ Nei termini, ONIDA, 209; e cfr. ZAPPA, 475.

⁵⁰ La situazione patrimoniale prevista dall'art. 2501-*quater* c.c. (redatta per legge con i criteri di redazione del bilancio di esercizio ed intesa pacificamente come un vero e proprio bilancio: MARCHETTI, 32) sarà la base di valutazione dei valori effettivi del patrimonio, su

rerà procedere ad una profonda riconsiderazione delle singole poste al fine di pervenire all'emersione dei valori effettivi del patrimonio sociale. Il risultato di tale operazione conduce all'inserimento (o all'incremento) di voci non rilevate in contabilità e all'eliminazione (o alla riduzione) di valori contabili non aventi futura utilità patrimoniale⁵¹. Ed un'ulteriore risistemazione del valore effettivo del patrimonio può avvenire nell'ambito del bilancio iniziale di fusione, dal momento che i relativi dati devono trovare «fondamento nelle previsioni degli andamenti economici futuri del nuovo complesso unitario, più vasto, a cui proprio attraverso la fusione si è inteso dare vita»⁵².

In altre parole, la partecipazione alla fusione di una società con valori

cui si fonda il rapporto di cambio. Invece, il documento destinato ad informare i terzi circa le variazioni delle poste patrimoniali è il primo bilancio di esercizio *post*-fusione. Sul punto, v. anche POTITO, *La nuova informazione*, 341.

Peraltro, è interessante rilevare le variazioni (interpretative e poi normative) riferite ai criteri di redazione della situazione patrimoniale. Prima del d.lgs. n. 22/1991, non vi era concordia in dottrina circa le modalità di redazione di tale situazione patrimoniale: optava per la valutazione della situazione contabile secondo criteri (non di bilancio, ma) effettivi e reali: C. SANTAGATA, *La fusione*, 292; conformi, nella dottrina aziendalistica, AMADUZZI, 325; AMADUZZI-PAOLONE, 426; PEPE, 119. Rilevava, invece, che l'adozione dei criteri di bilancio per la redazione della situazione patrimoniale, seppur non idonei ad evidenziare le reali consistenze patrimoniali, consentiva ai creditori di effettuare una valutazione anche comparatistica con gli andamenti passati, PORTALE, *I bilanci straordinari*, 392 ss.; nella letteratura aziendalistica, così: BRUNI, 310 ss. L'entrata in vigore del d.lgs. n. 22/1991, di recepimento della terza direttiva comunitaria, ha poi modificato la disciplina civilistica sul punto, prevedendo che la situazione patrimoniale (oggi prevista dall'art. 2501-*quater* c.c.) vada redatta con i criteri del bilancio di esercizio.

⁵¹ Parla invero di un "bilancio di rivalutazione" fondato sulla stessa situazione patrimoniale, prevista dall'art. 2501-*quater*, redatta con i criteri di valutazione del bilancio di esercizio, SAVIOLI, 130.

⁵² Così, PEPE, 149. Rileva, in ottica conforme, che nell'ambito del primo bilancio *post*-fusione, il capitale del complesso unificato non comporterà il recepimento né dei valori contabili con cui i vari cespiti erano in carico alle società partecipanti, e neppure necessariamente delle valutazioni adottate al fine della determinazione dei capitali economici di fusione: SAVIOLI, 146 s. Si tratterà, infatti, di riconsiderare i singoli capitali economici delle partecipanti per la determinazione del c.d. capitale di funzionamento, presumibilmente superiore alla somma del capitale delle singole partecipanti (ONIDA, 209). Ovviamente, se alla data dell'ultima iscrizione dell'atto di fusione si effettua una rivalutazione del capitale economico stabilito alla data di redazione del progetto, anche il rapporto di cambio potrà subire una rivisitazione: per la tesi favorevole alla modifica (in positivo o in negativo) del rapporto di cambio a causa dei risultati di gestione conseguiti nel periodo che va dalla data di determinazione del rapporto di cambio a quella di efficacia reale dell'operazione, C. SANTAGATA, *La fusione*, 297 ss.; per l'immutabilità del rapporto di cambio, salvo il caso di variazioni notevoli e imprevedibili (cioè non considerate alla fine del calcolo del capitale economico attualizzato), PORTALE, *Clauseole di retroattività*, 1294 ss.; CONFALONIERI, 86.

contabili negativi comporta la necessità di effettuare una valutazione delle consistenze patrimoniali dalla quale potrà emergere un (eventuale) plusvalore effettivo del patrimonio. Si verifica in tal caso il fenomeno della fusione di società con patrimonio netto contabilmente negativo, ma con valori reali positivi; ossia un patrimonio che, all'esito delle rivalutazioni effettuate dall'organo amministrativo, presenta attività superiori alle passività.

Diversa è invece l'ipotesi in cui, da tali valutazioni, non emergano valori reali positivi; non risultino valori latenti da capitalizzare, né poste di bilancio da riconsiderare. La società presenta, in tal caso, un patrimonio il cui valore reale è negativo, al pari di quello contabile. E ciò solleva forti dubbi circa la stessa possibilità di realizzare una fusione visto che le consistenze del patrimonio sociale sono state "effettivamente" erose dalla crisi⁵³.

Eppure, la seconda – e più rilevante – caratteristica della fusione, fermamente segnalata dalla letteratura aziendalistica, potrebbe condurre alla soluzione diametralmente opposta, ampliando le possibilità di soluzione della crisi mediante concentrazioni societarie. Si fa riferimento, infatti, all'effetto sinergico che si realizza mediante una pianificazione strategica condivisa e l'integrazione patrimoniale-corporativa delle partecipanti⁵⁴. La fusione non determina il mero acquisto di un complesso di beni o di un'azienda; ma un'unificazione complessiva che comporta la prosecuzione (in comune) di un'attività economica, con capacità produttive, di reddito e reinvestimento diverse. Il complesso aziendale unificato può beneficiare – di regola – di maggiore completezza dei cicli produttivi, di *know how* condiviso e margini prospettici positivi, destinati a consentire all'ente unificato di reperire maggiori risorse finanziarie e di aumentare le capacità di credito o di migliorarne le condizioni di reperimento⁵⁵. In termini prettamente aziendalistici, si suole infatti fondare la decisione di realizzare una fusione sulla disponibilità del-

⁵³ E v. per l'approfondimento dei profili giuridici in tema di fusione realmente negativa il Capitolo Secondo, Sezione prima, § 3 ss.

⁵⁴ La letteratura aziendalistica tende, infatti, a distinguere due diversi effetti derivanti dalla fusione: le sinergie operative, consistenti nella possibilità di realizzare incrementi di efficienza operativa (minori costi o maggiori ricavi) a seguito della nuova configurazione aziendale in termini di dimensioni o di diversificazione di *business* oppure per effetto della razionalizzazione organizzativa ed operativa derivante dall'integrazione; e le sinergie finanziarie, derivanti dalla circostanza che la società *post*-fusione abbia un costo del capitale più basso, derivante – ad esempio – da economie di scala nelle operazioni di finanziamento o dalla più frequente ipotesi di un più basso premio al rischio. Cfr., fra molti, FORESTIERI, 83 s.

⁵⁵ Cfr., sul punto, anche ONIDA, 209; POTITO, *La nuova informazione*, 84; SAVIOLI, 144 ss.

l'operazione al perseguimento del “*business purpose*”; e, quindi, sull'effetto positivo generato dalla combinazione delle diverse realtà societarie che vi prendono parte.

In altre parole, l'unica società risultante dall'operazione è – in via di principio – in grado di generare vantaggi operativi o finanziari attraverso la combinazione di fattori produttivi, investimenti realizzati e fonti di finanziamento acquisite dalle diverse società; vantaggi che le società, prese singolarmente, non sarebbero in grado di raggiungere⁵⁶. Solo l'integrazione dei patrimoni e delle strutture aziendali restituisce vigore alle attività d'impresa mediante la loro combinazione con quelle apportate delle altre società partecipanti⁵⁷.

Inoltre, ciò che più conta – nel discorso che ci occupa – è che la sinergia che discende dall'accorpamento di più strutture societarie dispiega i suoi effetti a prescindere dalla circostanza che ciascuna delle imprese partecipanti risulti in utile (piuttosto che in perdita) o versi in buono stato di salute (e non in crisi). L'opportunità di programmare una concentrazione giuridica discende infatti, unicamente, dall'analisi prospettica dei risultati economico-finanziari che questa è in grado di generare. Non di rado, le integrazioni verticali o orizzontali che coinvolgono società in crisi comportano un accrescimento dell'immagine e dell'affidabilità del sistema aziendale venutosi a formare a seguito della fusione, rispetto a quelli preesistenti; con riverberi positivi anche notevoli sulle aspettative reddituali. Risultati rinvenibili anche

⁵⁶ Nell'analisi delle operazioni riorganizzative realizzate mediante concentrazione, le sinergie rappresentano, infatti, l'elemento in base al quale vengono fondate le valutazioni di opportunità della fusione, giustificando l'incremento di valore che viene a realizzarsi a seguito dell'integrazione: così, FORESTIERI, 83.

⁵⁷ La ricostruzione della natura giuridica della fusione offre anche un solido appiglio a sostegno di questa considerazione. In particolare, la valenza dell'operazione come modalità, nel contempo, “successoria” e modificativa dello statuto, consente non solo di concepire la fusione come una profonda riorganizzazione dell'impresa, ma investe anche il profilo effettuale. Sulle ricostruzioni interpretative in merito alla natura giuridica della fusione, oltre alle considerazioni svolte nel Capitolo Secondo, Sezione prima, § 5, v. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, 3 ss., che combinano gli effetti modificativi dello statuto con gli effetti successori ed estintivi; conforme, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale* 2^o, 646 s.; e v. anche DI SABATO, *Diritto delle società*, 548 s.; FERRARA JR.-CORSI, 977 s.; FERRI JR.-GUIZZI, 232 ss.; SERA, *La trasformazione e la fusione*, 336 ss.; in giurisprudenza, nell'ottica del testo, Trib. Saluzzo, 19 marzo 2012, che nel configurare la fusione per incorporazione come una vicenda modificativa del patrimonio e dell'organizzazione societaria, ritiene che non possa dichiararsi il fallimento dell'incorporata, sebbene la fusione risalga a meno di un anno prima, dovendosi invece verificare la sussistenza dei requisiti per la dichiarazione di fallimento in capo all'incorporante.

quando i valori di bilancio di una società risultano quasi o totalmente azzerati: pure in questa ipotesi, infatti, alcune rilevanti risorse intangibili (*in primis*, avviamento, brevetti, reti commerciali, competenze tecniche, ecc.) possono svolgere un ruolo chiave nella programmazione dell'operazione concentrativa⁵⁸. Nell'ambito della fusione, saranno, quindi, le valutazioni strategiche dell'incorporante o della risultante *in bonis* a decretare il successo o meno dell'operazione: il valore di un'impresa è di per sé "relativo", mentre sarà l'effetto sinergico discendente dall'integrazione delle diverse realtà aziendali a definire il vantaggio economico generato dall'operazione. Al riguardo, basti la semplice constatazione che l'interesse a deliberare una concentrazione giuridica riguarda tutte le società partecipanti, indipendentemente dal loro "stato di salute". Ed infatti, non solo la società che vede disperdere le proprie risorse a causa di squilibri gestionali o finanziari, può avere interesse a realizzare una fusione con una società più patrimonializzata per superare la crisi in cui versa; ma anche le società caratterizzate da alti livelli di efficienza possono (avere interesse a) deliberare una fusione con una società in crisi per ottimizzare la configurazione delle proprie strutture produttive o per diversificarle, utilizzando sinergie operative o finanziarie⁵⁹. Ne segue che, nonostante la perdita di bilancio o il diffuso stato di crisi di una delle partecipanti, la fusione può rappresentare un'operazione in grado determinare un incremento attuale o prospettico delle capacità reddituali e dei flussi finanziari del nuovo complesso aziendale unificato.

A ciò si aggiunga che anche il terzo elemento individuato dalla letteratura aziendalistica conferma – in via definitiva – la disponibilità della fusione alla soluzione della crisi, sia essa reversibile o meno. Talvolta, infatti, l'interesse sotteso alla fusione è di natura prettamente *extra*-economica: l'esempio classico è quello in cui, in presenza di un gruppo di società, una società sana decida di incorporarne una in crisi per evitare il discredito sul mercato del-

⁵⁸ La fusione che coinvolga anche società in perdita o in procedura può discendere dalle concrete difficoltà di ricerca di beni sostituti (anche immateriali) o dal maggiore costo del loro reperimento. Sul punto, v. BROGLIA GUIGGI, 49 ss.

⁵⁹ Cfr. AMADUZZI-PAOLONE, 357; POTITO, *La nuova informazione*, 84; SAVIOLI, 73. In ambito concorsuale, si afferma che la fusione si presta pienamente a soddisfare gli interessi dei diversi soggetti coinvolti nella soluzione concordata della crisi: quello dei creditori, ad ottenere una soddisfazione seppur parziale delle proprie pretese; quello dell'altra società partecipante alla fusione, ad ottenere ad un prezzo "di saldo" quanto resta del patrimonio aziendale della società in crisi o insolvente; l'interesse dei soci e dei possessori di strumenti finanziari della società in procedura, a prendere parte all'affare tramite la partecipazione alla società risultante dall'operazione, in virtù del rapporto di cambio o del trattamento riservato ai possessori di titoli diversi dalle azioni (art. 2501-ter, nn. 3 e 7, c.c.). Così: GUERRERA-MALTONI, 77.

l'intero gruppo⁶⁰. In simili casi, la mera conservazione dell'affidabilità e dell'immagine del gruppo può in concreto rappresentare l'elemento principale su cui è imperniata la decisione di fusione⁶¹.

Pertanto, con la fusione, vengono meno gli ordinari schemi valutativi di (acquisto di) un'azienda, dovendosi considerare l'effetto strategico dell'unificazione di più società; un effetto che, dal punto di vista dell'economia di un'impresa, potrebbe essere tale da sorreggere l'interesse di una società sana a programmare una fusione con una società con netto realmente negativo.

Le considerazioni di natura aziendalistica appena svolte possono, peraltro, condurre a risvolti giuridici di particolare interesse: infatti, la peculiare disciplina legale della fusione è spesso utilizzata per individuare alcuni caratteri strutturali dell'istituto, non sempre coincidenti con quelli aventi una rilevanza economica. Non a caso, gli elementi tipologici dell'operazione rinvenienti dall'interpretazione giuridica impediscono (sovente) la fusione che coinvolga una società con patrimonio realmente negativo; mentre – come si è già detto – a risultati opposti può giungersi movendo da una visione aziendalistica dell'operazione⁶². Ed invero, oltre alle argomentazioni di na-

⁶⁰ La prassi di realizzare una fusione tra più società (di cui una *in bonis* ed almeno una in perdita o in procedura) appartenenti ad uno stesso "gruppo" è agevolata dal perseguimento di obiettivi comuni e dalla coincidenza dei rapporti partecipativi e creditorî, facilitando l'assunzione della decisione e – in definitiva – la realizzazione della strategia aggregativa. V., infatti, le considerazioni sull'utilità della fusione in termini di riorganizzazione di un gruppo di società di SAVIOLI, 70 s.; e, sulla cooperazione tra aziende e sulle aggregazioni di società, v. CINQUE, 1 ss.; D'AMICO, 37 ss.; GIACCARI, 12 s.; SARCONE, 22 ss.

Non può escludersi, tuttavia, che una società sana possa deliberare una fusione con un ente in procedura sulla base di motivazioni diverse dal perseguimento degli obiettivi di gruppo o dall'ottenimento dei vantaggi compensativi derivanti dall'operazione. Si pensi, ad esempio, al caso di società distinte (sotto un profilo sia economico che giuridico) titolari, tuttavia, di imprese che operano in settori attigui di una stessa filiera produttiva. In determinate condizioni – come la realizzazione di un'opera appaltata in tempi alquanto ristretti – la fuoriuscita dal mercato di un'impresa soggetta a procedura concorsuale potrebbe cagionare danni economico-patrimoniali e (nel contempo) di immagine anche rilevanti in seno alla società sana, poiché il *know-how* e le dinamiche produttive della società in dissesto potrebbero risultare difficilmente sostituibili. In simili circostanze, la fusione "concordataria" potrebbe consentire l'"acquisizione" in capo alla società *in bonis* dei valori patrimoniali (dell'ente in crisi o insolvente) necessari alla proficua continuazione della propria attività e alla conservazione della qualità merceologica e dell'affidabilità già acquisita sul mercato.

⁶¹ Invero, oltre all'effetto tipicamente "protettivo" (da azioni esecutive individuali) ed "esdebitatorio" (a seguito del perfezionamento) del concordato, l'implementazione della fusione concordataria può consentire il raggiungimento di fini estranei a ottiche economiche, particolarmente calzanti a finalità di direzione unitaria del gruppo.

⁶² Sempre nell'ambito della letteratura aziendalistica, si rileva – sul punto – che i soci potrebbero ritenere opportuno accettare un concambio particolarmente penalizzante pur di

tura economico-aziendale, anche una rivalutazione giuridica della fattispecie potrebbe indurre a dubitare seriamente dell'inammissibilità della fusione realmente negativa, là dove si procedesse ad un ripensamento in merito agli elementi indefettibili della fusione e all'interpretazione che se ne debba dare in ottica giuridico-economica⁶³.

4. (Segue): *la fusione con finalità liquidativa nelle teorie aziendalistiche*. – Accertata l'utilità economica della fusione nell'ambito delle soluzioni della crisi, occorre verificare – nella stessa prospettiva – la sua compatibilità con procedure concorsuali ad indirizzo (sia conservativo sia) liquidativo.

Infatti, in ambito aziendalistico, la scelta tra liquidazione e ristrutturazione dovrebbe essere guidata solo dal confronto tra il valore degli *assets* in caso di liquidazione ed il valore dell'impresa dopo la ristrutturazione, al netto dei costi di rilancio. L'aumento delle dimensioni e l'acquisizione di nuove utilità derivanti da operazioni di concentrazione possono determinare una migliore razionalità nell'utilizzo delle risorse e, quindi, rilevanti economie di scala nella gestione dei costi della crisi. Il nuovo assetto aziendale, orientato al conseguimento di una dimensione conveniente, di un'equilibrata struttura economico-finanziaria e di un'efficiente organizzazione, può così mirare al conseguimento di una più elevata competitività e di una redditività crescente, nella prospettiva della conservazione dell'ente societario⁶⁴. Non può escludersi, tutta-

smobilizzare immediatamente il proprio investimento e non attendere i lunghi tempi della liquidazione, evitando così gli oneri connessi alle plusvalenze sui beni da alienare, i vincoli e le problematiche relative alla risistemazione dei rapporti di lavoro subordinato, nonché la pressione di carattere sociale. Così: SAVIOLI, 74; in senso conforme v. anche GUATRI, *Crisi e risanamento*, 73.

⁶³ All'analisi di questo profilo è dedicata la Sezione prima del Capitolo Secondo.

⁶⁴ Il nuovo assetto aziendale può essere funzionale a riprendere posizioni perdute, ad eliminare carenze operative ovvero a conseguire, in definitiva, obiettivi di sopravvivenza nel medio lungo termine: così, SAVIOLI, 277 s. In senso conforme, rileva che, qualunque sia la motivazione specifica o lo scopo contingente che induce un'impresa a deliberare un'operazione di fusione, l'obiettivo ultimo che si intende perseguire non è altro che il consolidamento e l'accrescimento delle condizioni prospettiche di equilibrio economico della gestione, POTITO, *Le operazioni straordinarie*, 65; e anche ID., *La nuova informazione*, 84 ss.; e v., anche, sull'inserimento delle operazioni straordinarie nell'ambito delle scelte strategiche di un'impresa, nonché sulle modalità di calcolo del valore dell'impresa, ID., *Economia*, 1 ss. e, in particolare, 5, sul valore potenziale creato dalle operazioni straordinarie nella fasi di crisi. Invero, la circostanza che un'operazione di fusione possa essere strumentale al risanamento della società è pacificamente ammessa nella letteratura aziendalistica: VARETTI, 193 ss.; FORESTIERI, 146 s., il quale rileva che la fusione di una società in crisi (e soggetta a procedura concorsuale) con un'altra impresa è idonea a determinare il riequilibrio della struttura finan-

via, che la scelta della ristrutturazione possa anche mirare all'eliminazione dell'impresa in crisi o insolvente, quando le vie della cessione o della liquidazione "ordinaria" si presentano meno convenienti. In simili prospettive, la fusione di più società potrebbe dar luogo ad un'organizzazione unificata che possieda migliori aspettative di liquidazione patrimoniale⁶⁵.

L'operazione di fusione consente, infatti, l'"acquisizione" della società senza esborso di capitali, dal momento che i nuovi soci vengono "pagati" tramite l'assegnazione delle partecipazioni della società risultante dall'operazione. Così, i mezzi finanziari potranno eventualmente essere (sottratti alla realizzazione di strategie di espansione, ed) impiegati in operazioni di risanamento o di liquidazione della società, ai cui fini è altresì strumentale la sinergia economico-industriale derivante dalla concentrazione societaria⁶⁶.

Nella prassi economica, sia che la fusione di società in crisi avvenga come ristrutturazione *extra*-giudiziaria, sia che intervenga nell'ambito di procedure concorsuali, la scelta tra finalità liquidativa o conservativa della società si fonda (almeno di regola) sulla determinazione di un indice (il c.d. *recovery ratio*), dato dal rapporto tra massa attiva, corrispondente alla somma dei valori attribuiti alle diverse poste dell'attivo sulla base dello specifico metodo di valutazione di ciascuna posta, e massa passiva, comprendente tutti i debiti verso terzi ammessi al passivo (in caso di procedura concorsuale), al netto dei rapporti infragruppo. Questo indice rappresenta, quindi, un rapporto che misura il livello di copertura dei debiti con il valore economico degli *assets* di ciascuna società e, in definitiva, indica la quota di rimborso di cui i creditori potranno godere a consolidazione avvenuta⁶⁷.

ziaria ed il ritorno ad una situazione di redditività fisiologica, consentendo – al nuovo soggetto giuridico – la soddisfazione delle pretese creditorie.

⁶⁵ Cfr. FORESTIERI, 150 s. Va rilevato che, in passato, molte fusioni venivano realizzate esclusivamente per conseguire un vantaggio fiscale; prassi, questa, venuta meno con l'introduzione delle norme attualmente vigenti che impediscono o rendono più difficile il perseguimento di simili obiettivi (così: BROGLIA GUIGGI, 49 e 90, ove anche le considerazioni che, in taluni casi, l'operazione può essere preordinata al perseguimento di finalità meramente finanziarie come, ad esempio, quando si attua l'incorporazione di società presso cui è presente una forte liquidità ovvero quando la società *post*-fusione possiede un'accresciuta capacità di credito e/o di reperimento di capitali presso il mercato mobiliare).

⁶⁶ Peraltro, in economia aziendale, la determinazione del rapporto di cambio non segue l'ottica valutativa della cessione d'azienda, ma impone la valutazione delle risorse delle imprese partecipanti e delle sinergie tra le stesse, nonché un'eventuale stima della futura redditività del (nuovo) complesso aziendale formato per effetto della fusione (SAVIOLI, 277 ss.). E v., conformemente, le considerazioni svolte *supra*, § 2, ove ulteriori riferimenti.

⁶⁷ Per alcuni esempi pratici di *Recovery Ratio* tra società in amministrazione straordinaria

Il calcolo di questo *ratio* nell'ambito di una fusione concordataria, può quindi assicurare ai creditori sociali di soddisfare le proprie pretese sia mediante il recupero della redditività da parte dell'ente *post*-fusione, sia attraverso una liquidazione più conveniente del complesso unificato. In entrambi i casi, la positività dell'indice calcolato sui valori reali di fusione può condurre – in termini aziendalistici – alla vantaggiosa realizzazione di una fusione concordataria, prescindendo dalla generica finalità perseguita dalla procedura e fondandosi (come, del resto, anche i concordati) sulla misurazione del grado di soddisfazione dei creditori.

5. (Segue): *tipologie di fusione concordataria*. – Oltre ai vantaggi espressi nei paragrafi che precedono, anche la prassi ha mostrato l'elasticità della fusione concordataria come strumento di superamento della crisi.

La crescita delle concentrazioni societarie esecutive di una proposta di concordato sembra discendere proprio dal particolare ruolo assunto dall'operazione nell'ottica di soddisfazione del ceto creditorio. Sovente, infatti, i creditori trovano nell'operazione di fusione una maggiore garanzia di soddisfazione delle proprie pretese discendente, talvolta, dall'assunzione degli obblighi concordatari in capo alla società incorporante o risultante, di regola più patrimonializzata; tal'altra, dalle prospettive di maggiore redditività dell'ente unificato derivanti da strategie aziendali condivise.

Sempre nell'ottica di tutelare la posizione degli *stakeholders* della società in crisi, la prassi ha, inoltre, evidenziato la tendenza a combinare la fusione ad altri strumenti negoziali al fine di raggiungere gli scopi concordatari senza aggravare la posizione dei soci e dei creditori.

v. FORESTIERI, 150 ss., ove si individua tra le modalità di attuazione della ristrutturazione societaria, quella consistente nella costituzione di un apposito veicolo societario (*Special Purpose Vehicle*) che incorpori gli attivi sani e le passività delle società al valore attribuito in sede di valutazione per il calcolo del *Recovery Ratio*, cosicché «i vecchi contenitori societari rimarranno a questo punto privi di qualsiasi funzione operativa e generalmente sono destinati alla liquidazione [...]. Il passivo sarà interamente rappresentato da capitale di rischio che sarà distribuito ai creditori in base al loro credito nominale e al loro *Recovery Ratio*. Di fatto, si tratta di un *debt/equity swap* che trasforma le due società in *default* [...] in una società *in bonis* e che trasforma i vecchi creditori in azionisti della nuova società». La tecnica dell'attribuzione delle azioni (ordinarie e privilegiate) della *newco* ai creditori e agli obbligazionisti (e, se del caso, ai vecchi soci) delle società incorporate a titolo di "saldo e stralcio" delle precedenti posizioni creditorie, rappresenta la tecnica di riorganizzazione maggiormente utilizzata negli USA e che, in ambito nazionale, ha trovato applicazione nel caso Parmalat e, più di recente, nel caso Alitalia. Sul rapporto tra fusione e *Debt Equity Swap* v. la Sezione seconda del Capitolo Secondo.