

Il leveraged buy out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?

Gionatan Giaretta

ABSTRACT

Trattando di *merger and acquisition* si potrebbero ricordare molteplici tecniche di acquisizione societaria: tra esse, il *leveraged buy out* appare, oggi, di grande interesse per le potenzialità che lo caratterizzano e per il tortuoso percorso che ha condotto alla regolamentazione di tale istituto nel nostro ordinamento.

Sempre più spesso, trattando di grandi operazioni finanziarie ascrivibili in generale al *merger & acquisition*, viene menzionato il *leveraged buy out*. È necessario rilevare sin da subito come la dottrina sia concorde nel ritenere che con tale termine si possano individuare «operazioni di acquisizione societaria molto differenti tra loro, sia per struttura finanziaria sia per le forme giuridiche attraverso le quali l'acquisizione viene perfezionata»¹.

A prescindere dagli aspetti critici che questo genere di operazione presenta, che, come meglio si esporrà, risultano legati soprattutto all'elevato livello di rischio che la stessa presenta, non va dimenticato che essa è potenzialmente un importante motore di sviluppo. Tali operazioni, infatti, favoriscono l'afflusso di risorse finanziarie sul mercato del controllo societario, riducendone le barriere all'in-

1 Del *leveraged buy out* si è detto che «è una bestia proteiforme. Si presenta nelle forme più disparate, che mettono a dura prova le capacità classificatorie di giuristi anche navigati» (così R. Pardolesi, *Leveraged buyout: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in "Giur. Comm.", I (1989), p. 402).

2 L.G. Picone, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, in "Quaderni di Giur. Comm.", 232, Milano, 2001, p. 5.

PAROLE CHIAVE

LEVERAGED BUY OUT; FUSIONE; ACQUISIZIONE; TARGET; NEWCO; DIVIETO DI ASSISTENZA FINANZIARIA.

gresso e incrementandone la liquidità e quindi l'efficienza³.

Nel seguito della presente trattazione si tratterà quindi un quadro generale di tale istituto, per poi soffermarsi sulle criticità che lo stesso presenta e sulla regolamentazione che il Legislatore italiano ha adottato in proposito, evidenziandone le potenzialità (anche, e soprattutto, in termini di crescita economica).

DOVE NASCE IL LEVERAGED BUY OUT?

Il *leveraged buy out* (LBO) si è affermato, soprattutto negli Stati Uniti⁴, tra la fine degli anni

3 Cfr. S. Cacchi Pessani, *La tutela dei creditori nelle operazioni di leveraged buy out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, in "Quaderni di Giurisprudenza Commerciale", 301, Milano, 2007, p. 2; A. Grasselli, *Finanza d'impresa. Strategia, organizzazione e gestione operativa*, Il Sole 24 Ore, 2007, p. 289; E. Tartaglia, *Leveraged Buy Out. Rischi e opportunità*, Rimini, 2009, p. 27.

4 Cfr. S. Sandri, *Il leveraged buy out negli Stati Uniti*, in "Il Risparmio", n. 1 (1987), p. 23. Capostipite degli *investment bankers* specializzati in questo genere di operazioni fu George Ohrstrom, il quale, utilizzando la tecnica di acquisire le società "with their own cash", effettuò interessanti operazioni che oggi potrebbero essere definite di creazione di poli industriali (si veda A. Gervasoni, F.L. Sattin, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, 2000, p. 183).

Settanta e l'inizio degli anni Ottanta come tecnica finanziaria consistente nell'acquisizione di una partecipazione di controllo o totalitaria di una società (*target*) riducendo al minimo l'esborso di capitale di rischio (*equity*) e facendo ampio ricorso a finanziamenti ottenibili da terzi (banche, società finanziarie, fondi di *private equity*) sulla base del valore patrimoniale delle attività della società *target* e della sua capacità di rimborsare i debiti contratti con i flussi di cassa (*cash flow*) generati dalla gestione e/o con la vendita dei cespiti aziendali della società bersaglio. Tale genere di operazione si poneva come evoluzione di una tecnica di acquisizione societaria nota come *going private*, in cui pochi investitori privati acquistavano sul mercato azioni di una *public corporation* con la conseguente trasformazione della società stessa in una *private company*. Lo scopo dell'operazione era quello di acquisire il controllo di una società, mettendo l'acquirente al riparo da possibili scalate ostili, e consentire all'acquirente stesso di rivendere la società lucrando sulle plusvalenze (il *capital gain*).

Dopo una fase iniziale in cui le operazioni di *leveraged* erano state attuate nei confronti di società di piccole dimensioni e dai fatturati contenuti, caratterizzate quindi da un basso tasso di rischio, e in ragione del successo⁵ da cui tali operazioni erano state caratterizzate, tale tecnica si diffuse, con un approccio sempre più spregiudicato, esponenzialmente. È in tale fase che le società finanziarie iniziarono a concedere finanziamenti anche non garantiti⁶, valutando

5 Si può ricordare ad esempio l'acquisto (nel 1982) della Gibson Greetings Cards da parte della Westray Corporation, guidata dall'ex ministro del Tesoro William Simon: tale operazione venne finanziata con 1 milione di dollari di mezzi propri e 79 milioni di dollari di capitali di prestito. Parte delle azioni della società acquisita fu poi rivenduta al pubblico sul mercato azionario a 290 milioni di dollari. William Simon realizzò un guadagno personale di 15 milioni di dollari consolidando la sua posizione nella Gibson in ragione un pacchetto azionario di 50 milioni di dollari. Su tale vicenda si vedano P. Montalenti, *Il leveraged buy out*, in "Quaderni di Giur. Comm.", 124, Milano, 1991, p. 12 nonché E. K. Crawford, *A management guide to leveraged buyouts*, New York, 1987, p. 17.

6 In un primo periodo, infatti, la modalità di finanziamento è stata rappresentata dal prestito garantito, e ciò perché le prime operazioni effettuate erano più di *leverage* puro che di *buy out*, nel senso che venivano effettuate anche in assenza

non più solo la consistenza patrimoniale delle società da acquisire ma anche – se non addirittura soprattutto – la potenzialità di queste ultime di generare profitti che permettessero di ripianare velocemente l'esposizione debitoria⁷. Negli ultimi trent'anni, poi, le operazioni di LBO hanno subito una continua evoluzione, sia dal punto di vista dei settori merceologici interessati⁸, sia per quanto concerne gli aspetti più prettamente tecnici-operativi⁹.

Non va taciuto che inizialmente – come del resto sarebbe accaduto successivamente in Italia – anche negli Stati Uniti non mancarono le critiche a tale genere di operazioni¹⁰, soprattutto con riferimento ai possibili effetti negativi che esse avrebbero potuto determinare sulle società coinvolte, come il rischio di insolvenza cui era-

di un trasferimento del controllo della società. Quando però i finanziamenti necessari per condurre queste operazioni divennero superiori alle garanzie offerte dalle attività, si iniziò a ricorrere a forme di finanziamento non garantite e, in seguito, alla partecipazione dell'investitore finanziario al capitale di rischio. Si veda in proposito A. Gervasoni, F.L. Sattin, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., pp. 173-178.

7 Tale tendenza ingenerò la diffusa convinzione (si veda, tra gli altri, L. Lowenstein, *Management buyouts*, in "Columbia Law Rev.", 1985, p. 758) che si sarebbe giunti a fare affidamento sul debito piuttosto che sul capitale di rischio.

8 Dall'inizio degli anni Ottanta, la tecnica del *leveraged buy out* venne estesa a quasi tutti i settori merceologici fino ad essere utilizzata per acquisire il controllo in società operanti nei settori finanziario e assicurativo (si pensi all'acquisizione, effettuate da parte della Kolber Kravis Roberts-KKR, società specializzata nella realizzazione di operazioni di LBO, della First Interstate Bank in California nel 1988, della Bank of New England nel 1991, della American Corporation nel 1992 e del Canadian General Insurance Group nel 1995).

9 Si pensi alla diffusione delle operazioni di *leveraged build up*, in cui vi è la collaborazione tra gruppi di manager e operatori finanziari specializzati nella formazione, tramite acquisizioni in cui viene utilizzato il LBO, di gruppi industriali operanti in settori specifici. Tra gli altri aspetti interessanti nell'evoluzione del *leveraged buy out* si possono infine ricordare quelli concernenti le modalità attraverso cui viene mascherato l'eccessivo indebitamento, le tecniche di protezione da sbalzi nei tassi di interesse e l'utilizzo di vantaggi fiscali.

10 È però possibile ricordare anche alcune – seppur isolate – voci favorevoli al *leveraged buy out*: tra esse si veda R. A. Booth, *Management Buyouts, Shareholder Welfare and the limits of Fiduciary Duty*, in "New York Univ. Law Rev.", 60, 1985, 665.

no esposte le società bersaglio. Emblematiche, in proposito, le parole del presidente della SEC - *Securities Exchange Commission*, J. Shad, nel 1984: «the more leveraged takeovers and buy out today, the more bankruptcies tomorrow». Tale atteggiamento critico venne fatto proprio anche dalla giurisprudenza statunitense che, nei casi di eccessivo indebitamento, giunse a ravvisare ipotesi di *fraudolent conveyance* (ovvero di cessione in frode ai creditori).

In Europa¹¹ le prime operazioni di *leveraged buy out* vennero poste in essere in Gran Bretagna per poi diffondersi anche negli altri Stati del continente¹², con modalità differenti a seconda delle particolarità normative - civili, fiscali e penali - dei singoli Paesi.

Il massimo sviluppo di queste operazioni si realizzò durante gli anni Ottanta, periodo in cui anche gli istituti finanziari europei (prevalentemente anglosassoni) iniziarono a concedere finanziamenti garantiti non solo dai beni delle imprese, ma anche dalle prospettive di *cash flow*¹³ che le stesse erano in grado di generare. Fu proprio in quel periodo di forte diffusione che si sviluppò a livello internazionale un dibattito circa l'ammissibilità dell'operazione.

In Italia¹⁴ operazioni di *leveraged buy out* vennero attuate soprattutto dagli anni Novanta, anche se solamente nel 2003 il legislatore è intervenuto - con D. Lgs. N. 6 del 17 gennaio 2003 - con la previsione di una disciplina specifica.

PROFILI GENERALI DEL LBO

Il *leveraged buy out* può essere definito come una fattispecie a formazione complessa consistente in una serie di operazioni tese all'acquisizione di un'impresa, o dei soli cespiti di questa, con fondi derivanti prevalentemente da

11 Con riferimento alla diffusione del LBO si veda E.I. Altman, A. Smith, *Ristrutturazioni per mezzo di leveraged buy out: un ruolo per l'Europa*, in "Econ. & Man.", 1993, p. 114.

12 P. Montalenti, *Il leveraged buy out*, cit., p. 67.

13 Il *cash flow* (flusso di cassa) consiste nella ricostruzione dei flussi monetari (vale a dire la differenza tra tutte le entrate e le uscite monetarie) di una azienda/progetto nell'arco di un periodo preso come riferimento.

14 In proposito si veda A. Gervasoni, F.L. Sattin, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., p. 195.

capitale di debito, il cui rimborso è garantito dagli attivi patrimoniali dell'impresa acquisita ed è sostenuto dai c.d. "flussi di cassa" da essa generati, oltre che dall'eventuale dismissione di attività non strategiche da essa possedute¹⁵. Più specificamente, scopo dell'operazione è l'acquisto da parte di una società (c.d. *newco*) di un'altra società (c.d. *target*), facendo ricorso al capitale di prestito (proveniente per lo più dal sistema bancario) garantito e successivamente rimborsato mediante le azioni e i beni della società acquisita; con la successiva fusione per incorporazione della società *target* in quella acquirente si realizza, infine, il trasferimento sulla prima del costo dell'acquisto¹⁶.

Come è stato rilevato, «questa caratteristica emergerebbe, del resto, dalla stessa denominazione dell'operazione: *leveraged buy out* sta a significare appunto "acquisizione attraverso debito", più precisamente acquisizione che si realizza attraverso lo sfruttamento della c.d. leva finanziaria¹⁷»¹⁸.

Ogni operazione di LBO presenta almeno due caratteristiche comuni: la ristrutturazione proprietaria dell'impresa *target*, con l'obiettivo finale di consentire la realizzazione di operazioni di fusione e acquisizione (*merger and acquisition - M&A*) o di realizzare successivi frazionamenti dell'impresa in più parti tramite scissioni e scorpori, e l'utilizzo di un elevato finanziamento a titolo di debito.

Rispetto ad una ordinaria operazione di acquisizione societaria, ciò che connota un'acquisizione effettuata tramite l'utilizzo della leva finanziaria

15 Si tratta in genere di quelle attività ritenute meno essenziali e comunque necessariamente quelle aventi caratteristiche di autonomia e bassa interdipendenza con il resto della struttura.

16 Sul punto si vedano C. Robustella, *Leveraged buy out*, in G. Dinacci, S. Pagliantini (a cura di), *I contratti per il finanziamento dell'impresa*, Padova, 2010, p. 327; C. Bolognesi, *Commento all'art. 2501-bis*, in G. Grippo (a cura di), *Commentario delle società - Artt. 2436-2548 - 2602-2642*, II Vol., Torino, 2009, pp. 1240.

17 La leva finanziaria viene definita come il rapporto tra il totale dell'indebitamento e il totale delle attività di una società ed è rappresentativa dell'indice che individua la misura in cui l'indebitamento di una società può influire sulla redditività della stessa.

18 C. Robustella, *Leveraged buy out*, in G. Dinacci, S. Pagliantini (a cura di), *I contratti per il finanziamento dell'impresa*, cit., p. 339.

è anzitutto il fatto che la società acquirente perfezionerà l'acquisto essenzialmente tramite linee di credito messe a disposizione da terzi finanziatori, con un apporto minimo di mezzi propri. Soprattutto, però, l'aspetto interessante di questo genere di operazioni risiede nella circostanza che il peso dell'indebitamento, una volta conclusasi l'operazione stessa, graverà sulla società acquisita e non, come invece normalmente avviene, sulla società acquirente (società, peraltro, che formalmente si indebita). In considerazione di ciò è quindi possibile comprendere perché gli istituti di credito (in genere enti finanziari specializzati¹⁹) a cui vengono richieste le somme necessarie per l'acquisizione, considerino – ai fini della valutazione della sostenibilità del progetto di investimento (e conseguentemente la sua finanziabilità) – la solidità patrimoniale e reddituale della società oggetto di acquisizione, e non (o comunque non prevalentemente) la struttura finanziaria e patrimoniale della società acquirente (le cui caratteristiche solitamente la rendono non in grado di assicurare la restituzione delle somme richieste).s

IL DIBATTITO DOTTRINALE

CIRCA LA LICEITÀ DEL LEVERAGED BUY OUT

Anteriormente all'introduzione, con D. Lgs. n. 6/2003, dell'art. 2501bis – norma con la quale sono state regolamentate le operazioni di fusione tra due società nelle quali una di esse sia ricorsa all'indebitamento per perfezionare l'acquisto delle partecipazioni di controllo dell'altra, e con la quale è stata altresì prevista una disciplina specifica nelle ipotesi in cui, per effetto della fusione, sia il patrimonio della società bersaglio a costituire garanzia generica o fonte di rimborso dei debiti necessari per l'acquisizione – si era sviluppato un acceso dibattito su cui è

19 Principalmente si tratta di istituzioni creditizie (banche ordinarie, sezioni *merchant* di banche ordinarie, *investment banks*, intermediari finanziari), raggruppate o meno in *pool*, cui possono associarsi i fondi di *private equity* (che possono anche supportare interamente l'operazione tramite interventi di *lending* ed *equity*). L'operazione può altresì essere finanziata da un gruppo di soci della *target*, utilizzando proprie disponibilità ovvero dallo stesso venditore (*vendor financing*). Sul punto si veda E. Tartaglia, *Leveraged Buy Out. Rischi e opportunità*, cit., p. 25.

opportuno soffermarsi per comprendere più precisamente le problematiche che l'istituto in esame può porre da un punto di vista giuridico e, soprattutto, perché per certi aspetti esso ha condizionato la scelta del legislatore nella formulazione del nuovo art. 2501bis c.c.²⁰.

Tale diatriba era originata, in particolare, dalla peculiare caratteristica di operazioni siffatte, vale a dire, come già evidenziato, il fatto che siano le risorse della *target* a consentire il pagamento del debito contratto dalla *newco* per l'acquisto della stessa e che siano i beni della *target* a costituire garanzia per il soggetto finanziatore. Nel dibattito dottrinale italiano²¹, quindi, e nei pochi ma controversi interventi della giurisprudenza²², le operazioni di *merger leveraged*

20 Le problematiche poste riguardavano evidentemente anche altri soggetti: come è stato osservato, infatti, «l'operazione [...] non è affatto indolore. Non lo è per gli azionisti di minoranza della società *target*. Non lo è, normalmente, per i suoi dirigenti e dipendenti, fatalmente esposti a "ridimensionamenti" e "ristrutturazioni". Può non esserlo sotto il profilo patrimoniale». L'Autore osserva peraltro come tali questioni non cessino di avere rilievo nonostante l'introduzione di una norma *ad hoc* quale l'art. 2501bis, dal momento che, le maggiori garanzie poste a tutela dell'operazione (come, tra le altre, l'indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante della fusione, ragioni che giustificano l'operazione), per quanto encomiabili, possano non essere realmente efficaci: «chi mai, nei *mergers*, nelle fusioni conglomerali, nelle acquisizioni di controllo, nelle OPA e operazioni consimili, dichiarerebbe del resto scopi speculativi e d'avventura poco confessabili o annuncerebbe che, a cose fatte, farà per prima cosa piazza pulita di dirigenti e colletti bianchi eliminandoli e sostituendoli con elementi di propria fiducia e gradimento?» (G. Cottino, *Diritto societario*, II ed. a cura di O. Cagnasso, Padova, 2011, pp. 330-331).

21 Si vedano, tra gli altri, P. Montalenti, *Leveraged buy-out*, in *Enc. giur.*, XVIII, Roma, 1990; A. Gomellini, *Le operazioni di leveraged buy-out di fronte al diritto italiano delle società (conflitto di interessi tra socio e società, operazioni della società sulle proprie azioni, frode alla legge)*, in "Riv. Dir. Comm.", 1 (1989), p. 161; N. A. Bruno, *Il leveraged buy-out nella casistica giurisprudenziale*, in "Banca borsa", 1 (2002), p. 807.

22 Tra gli altri, Trib. Milano, 14 maggio 1992, in "Giur. Comm.", 1992, 988, con commento di I. Chieffi, *Il leveraged buy-out nell'ordinamento italiano*; Trib. Milano, 4 maggio 1999 (decr.), in "Le Società", 2000, p. 333, con commento di M. S. Spolidoro, *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*; Trib. Milano, 13 maggio 1999, in "Le Società", 2000, p. 75, con commento di P. Montalenti, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, (in tale pronuncia è stato affermato che il LBO non

buy out sono state analizzate soprattutto sotto il profilo della liceità della fusione tra la società *target* e l'acquirente e della sussistenza di una violazione (indiretta) del divieto di assistenza finanziaria di cui all'art. 2358 c.c., nonché della liceità della stessa sotto il profilo del divieto di acquisto di proprie azioni, previsto dall'art. 2357 c.c. (norme²³ che possono essere considerate come poste a presidio del capitale sociale²⁴). La disciplina riguardante l'acquisto di azioni da parte della società emittente avrebbe infatti potuto trovare applicazione in rapporto agli acquisti delle azioni o quote della *target*, effettuati dalla *newco*. La società creata *ad hoc* come necessario veicolo strumentale avrebbe infatti potuto essere identificata come un intermediario della società bersaglio, determinando, così, una violazione del comma 5 dell'art. 2357 c.c., ovvero del divieto di effettuare operazioni sulle proprie azioni, oltre i limiti definiti al

costituisse un negozio in frode alla legge laddove lo scopo unico dell'operazione non fosse la traslazione del debito alla società *target*. In particolare, il LBO avrebbe dovuto ritenersi legittimo quando al momento dell'operazione, fossero sussistite ragioni imprenditoriali concrete che lo giustificassero, come il rilancio dell'attività industriale, da verificarsi comunque volta per volta). In senso contrario, C. Cass., 4 febbraio 2000, n. 5503, in "Le Società", 6 (2000), p. 713, con commento di L.G. Picone, *Liceità del «merger leveraged buy-out»?*. Sul punto si veda il commento all'art. 2501bis di C. Bolognesi in G. Grippo (a cura di), *Commentario delle società - Artt. 2436-2548 - 2602-2642*, cit., pp. 1239-1242.

23 Entrambi considerati nella loro formulazione ante-riforma.

24 Le fattispecie aventi ad oggetto la regolamentazione dell'acquisto di azioni proprie da parte della società emittente rappresentano del resto uno dei nuclei normativi più antichi nel panorama del diritto societario: una delle ragioni dell'intervento legislativo in questo settore risiede nella volontà di evitare il cosiddetto fenomeno di *watering* del capitale, delineato dall'iscrizione nel bilancio non di cespiti reali bensì di valori fittizi. Già il codice del commercio all'articolo 144 prevedeva il divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie, vietando agli amministratori di fare anticipazioni sulle proprie azioni («Gli amministratori non possono acquistare le azioni della società per conto di essa salvo il caso in cui l'acquisto sia autorizzato dall'assemblea generale e sempreché si faccia con somme prelevate dagli utili regolarmente accreditati e le azioni siano liberate per intero. In nessun caso essi possono accordare sulle azioni stesse alcuna anticipazione»).

comma 1 del medesimo articolo, anche "per il tramite di interposta persona".

Sotto il profilo civilistico, poi, le operazioni di *leveraged buy out* erano divenute oggetto di un vivace dibattito dottrinale riguardo alla possibilità di accertare la violazione, diretta o indiretta, dell'art. 2358 c.c., il cui primo comma prevede che una società non possa accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni²⁵.

Ciò su cui ci si è interrogati alla luce di queste due disposizioni è stato, in sostanza, se la società *target* potesse concedere garanzie per l'acquisto delle proprie azioni, dal momento che il costo finale dell'intera operazione è sorretto dal suo stesso patrimonio e posto che il finanziamento erogato verso la società *newco* è concesso nella prospettiva di un risanamento del debito contratto attraverso l'utilizzo delle disponibilità economiche della società *target* o mediante la vendita dei suoi cespiti (il patrimonio della società incorporata diviene infatti, come visto, l'elemento garante la restituzione del prestito).

In relazione a tale questione, poi risolta con l'intervento del legislatore nel 2003, la dottrina si è espressa con orientamenti discordanti e suddivisibili in due filoni. Il primo (c.d. "sostanzialista"), seguendo le riflessioni sin qui riportate, riteneva che il LBO attuato mediante fusione costituisse una fattispecie giuridica non conforme alla legge, sostanziandosi in un insieme di negozi giuridici che, considerati globalmente, sarebbero stati illegittimi poiché miranti esclusivamente ad aggirare il divieto imposto dall'art. 2358 c.c. Pertanto, qualora si fosse accertato che la fusione non perseguiva alcun interesse economico, sarebbe stato possibile dedurre che l'intera operazione era stata posta in essere con lo scopo di trasferire sul patrimonio della società bersaglio il costo dell'acquisizione delle azioni della stessa.

Il secondo filone (c.d. "formalista") invece, sosteneva che l'operazione di LBO non contrastasse con il disposto dell'art. 2358 c.c., e ciò, in particolare, dal momento che in tutta la fase di acquisizione non vi sarebbe alcuna attività della società *target*

25 Se si verificasse una violazione della disposizione dell'art. 2358 c.c., inevitabile conseguenza sarebbe, ex art. 1344 c.c., la nullità del negozio stesso per illiceità della causa.

contrastante con il divieto di assistenza finanziaria poiché nella fase anteriore all'acquisizione, quando la *newco* si indebita per finanziare l'acquisizione della società *target*, quest'ultima è del tutto estranea all'operazione di finanziamento.

È stato opportunamente osservato²⁶ come il problema non fosse quello di stabilire la liceità dell'operazione di *leveraged buy out*²⁷ (essendo essa assimilabile ad altre operazioni pacificamente considerate lecite), bensì quello del conflitto che si poneva tra "vecchi" e "nuovi" investitori (chi ha già investito nella *target*, vale a dire i suoi azionisti di minoranza e i suoi *stakeholders*, da una parte, e chi vi investe con l'operazione di *leveraged*, il promotore ed i suoi finanziatori, dall'altra), problema che riguardava la disciplina della fusione e con essa l'efficacia della tutela riconosciuta agli interessi dei soci di minoranza e dei creditori della *target* nel procedimento di fusione, sotto il profilo informativo e sostanziale.

L'ARTICOLO 7 DELLA LEGGE DELEGA
(L. 3 OTTOBRE 2003, N. 366)

L'articolo 2501bis è stato introdotto *ex novo* nel 2003²⁸ per disciplinare l'istituto della fusione mediante acquisizione con indebitamento, normalmente assimilato ai c.d. *merger leveraged buy-out*. Il legislatore ha così voluto escludere i dubbi che – come visto – erano stati sollevati circa

²⁶ *Ibidem*.

²⁷ S. Cacchi Pessani, *La tutela dei creditori nelle operazioni di leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, cit., pp. 24-25.

²⁸ Va peraltro ricordato come il D. Lgs. n. 6 del 2003 si inserisca nell'ambito di un generale processo di regolamentazione legislativa avente ad oggetto l'assistenza finanziaria, processo il cui inizio può essere fatto risalire al 2002, con il D. Lgs. n. 61/2002 che ha depenalizzato il divieto di assistenza di cui all'art. 2358 c.c. (nel sistema previgente – all'art. 2630 c.c. – era infatti prevista, quale sanzione per la violazione del divieto di assistenza finanziaria, la pena della reclusione da sei mesi a tre anni nonché una pena pecuniaria. Sul punto si vedano P. Montalenti, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in "Giur. Comm.", 2004, p. 791; N. Abriani, *Riforma societaria e nuovo diritto penale commerciale*, in S. Ambrosini (a cura di), *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, Torino, 2003, pp. 226 ss.

la liceità di questo genere di operazioni²⁹: ciò risulta dall'articolo 7, lett. d, della legge delega (L. 3 ottobre 2003, n. 366), ove risulta come al legislatore delegato fosse stato richiesto «di prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli artt. 2357 e 2357quater 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»³⁰. L'introduzione di tale articolo è stata ritenuta necessaria nell'ambito della riforma delle società e ciò in ragione, giova ripeterlo, degli ostacoli normativi che – alimentati da una giurisprudenza tendenzialmente incerta, non sempre attenta alle necessità del mondo finanziario e soprattutto insensibile alla rapida evoluzione della tecnica delle operazioni straordinarie – non pochi problemi, dubbi ed incertezze avevano creato nella prassi commerciale³¹.

²⁹ Il legislatore, quindi, appoggia l'orientamento, maggioritario in dottrina, che negava ogni contrasto, anche solo indiretto, con il divieto di assistenza finanziaria, e risolveva le esigenze di tutela degli interessi dei soci e degli *stakeholders* della società *target* all'interno della disciplina generale della fusione e dei rimedi in essa previsti (impugnazione e opposizione).

³⁰ Quasi nella stessa prospettiva si pone la Relazione al D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, secondo cui «per quel che concerne le operazioni di *leveraged buyout* – relativamente alle quali la legge-delega (art. 7, comma 1, lett. d) demandava al legislatore delegato di "prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli articoli 2357 e 2357quater del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile" – si sono indicate le condizioni cui dette fusioni devono sottostare (art. 2501bis)». Comunque, malgrado l'evidente necessità di chiarezza, lascia perplessi il fatto che la legge delega indirizzi con tale puntualità il legislatore delegato verso una specifica soluzione.

³¹ In un simile contesto di perdurante e forte incertezza sulla liceità dell'operazione di LBO, si esperivano altre soluzioni, quali, ad esempio, il perfezionamento dell'operazione all'estero mediante una *holding* di un altro ordinamento; l'acquisto non delle azioni o quote di

LA NUOVA DISCIPLINA CIVILISTICA

L'art. 2501bis (*Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*) prevede che: "Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.

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

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

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

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

Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505bis". In sede di attuazione della legge delega, si è reso necessario specificare le condizioni necessarie affinché l'operazione di fusione con indebitamento possa considerarsi legittima. L'art. 2501bis c.c., infatti, richiede l'esistenza di determinati requisiti per ritenere conforme al dettato normativo l'operazione *de qua*, ciò con il preminente fine di impedire che l'istituto divenga il mezzo per mettere in atto operazioni che hanno ben altri scopi rispetto a quelli che normalmente vengono dichiarati prima di

partecipazione, ma della stessa azienda intesa in senso fisico, o di un ramo di essa (soluzione, peraltro, onerosa sotto il profilo della spesa per l'acquisto e sul piano fiscale); l'acquisto, comunque, delle azioni di controllo, ma rinunciando alla fusione, e mantenendo in essere la *newco* nel ruolo di *holding*; l'acquisto delle azioni di controllo, ma tramite costituzione di due *newco* di cui la prima indebitata e la seconda patrimonializzata. Sul punto si veda E. Tartaglia, *Leveraged Buy Out. Rischi e opportunità*, cit., pp. 41-42.

dare corso a questo particolare tipo di operazione economico-finanziaria³².

Il procedimento ora previsto e disciplinato all'art. 2501bis è tale da poter apportare significativi benefici al sistema economico e produrre valore, sempre che non si versi in casi di "azzardo" e che sia apprestato un opportuno piano finanziario ed industriale³³, piano – da allegarsi al progetto di fusione – che avrà altresì funzione di responsabilizzazione.

LEVERAGED BUY OUT

E DIVIETO DI ASSISTENZA FINANZIARIA

Come si è già avuto modo di accennare precedentemente, una questione di grande rilevanza ai fini della presente analisi è quella del rapporto tra leveraged buy out e divieto di assistenza finanziaria, vale a dire – oggi – tra la disciplina di cui agli artt. 2501bis e 2358 c.c.

Tale problematica è stata a lungo discussa e vari sono stati i profili di indagine e le risposte succedutisi nel corso degli anni e ciò anche, ed inevitabilmente, alla luce delle modifiche legislative succedutesi nel tempo.

Prima di procedere ad una breve analisi della norma di cui all'art. 2358 c.c., fondamentale e necessaria per poter comprendere al meglio quali siano gli aspetti problematici rispetto all'istituto del LBO, è opportuno soffermarsi brevemente sulla ratio del divieto. Esso è posto a tutela di interessi di diversa natura: per un verso mira alla tutela dell'integrità del patrimonio sociale e all'esigenza di impedirne un annacquamento operato tramite la concessione di prestiti o di garanzie, nonché di assicurare la neutralità del-

32 Cottino ha ritenuto tale tipo di fusione un'ipotesi *extra vagans*, ritenendo l'operazione una specie di assalto alla diligenza resa possibile dall'apporto di validi consulenti, dal momento che la società che intende procedere alla fusione troverà i mezzi per restituire le risorse economiche e finanziarie impiegate proprio nel patrimonio della società bersaglio (G. Cottino, *Diritto societario*, Padova, 2006, p. 567).

33 Va per inciso rilevato come dottrina e giurisprudenza antecedenti alla riforma avevano ritenuto la presenza di un piano industriale e finanziario la "cartina di tornasole" per discriminare operazioni di LBO lecite e illecite. Sul punto si veda D. Galletti, *Leveraged buy out ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, in "Giur. Comm.", 3 (2008).

la società nei confronti dei soci; per altro verso, invece, persegue lo scopo, non patrimoniale ed anzi di carattere “amministrativo”, di impedire una modificazione dei rapporti organizzativi all'interno della società, come quella che potrebbe derivare dal conseguimento, da parte degli amministratori, di un'indebita posizione di potere all'interno dell'assemblea attraverso la concessione, a terzi compiacenti, di finanziamenti destinati all'acquisto di azioni della società da loro amministrata.

Venendo quindi alla disposizione di cui all'art. 2358 c.c.³⁴, va in primo luogo osservato che l'intero testo di tale articolo è stato modificato con il D.Lgs. 4 agosto 2008 n. 142 (in vigore dal 30 settembre 2008) in attuazione della Direttiva 2006/68/CE³⁵ modificativa della Direttiva 77/91/CEE (II Direttiva inerente la materia societaria) tesa a « rafforzare la flessibilità con riguardo ai cambiamenti della struttura proprietaria»³⁶ apportando significative modifiche alla disciplina della stima dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e dell'assistenza finanziaria. Tale Direttiva, in particolare, ha offerto agli Stati membri la possibilità di autorizzare le società a concedere assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie, pur se entro certi limiti e a determinate condizioni espressamente previste: conseguenza di ciò è che, oggi, il divieto di assistenza finanziaria è stato fortemente ridimensionato. Attualmente, la prescrizione secondo cui «la società non può, direttamente o indiretta-

mente, accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni» preclude il compimento delle operazioni indicate solo ove non siano presenti le condizioni espressamente indicate (comma I)³⁷, ovvero la predisposizione da parte degli amministratori di una relazione che illustri l'operazione sul piano giuridico ed economico³⁸; deposito della relazione stessa presso la sede della società durante i trenta giorni che precedono la convocazione dell'assemblea (comma III); approvazione dell'operazione da parte dell'assemblea straordinaria³⁹ (comma II); deposito del verbale dell'assemblea, corredato della relazione degli amministratori, entro trenta giorni per l'iscrizione nel Registro delle Imprese (comma III). È poi necessario che

37 È stato in proposito osservato che «la nuova disposizione dell'art. 2358 c.c., in altri termini, consente alle società di realizzare operazioni di financial assistance subordinatamente al rispetto delle condizioni previste dalla norma stessa. Il rispetto di tali condizioni, pertanto, colloca l'assistenza finanziaria prestata dalla società in una sorta di “zona franca” all'interno della quale il divieto previsto dal comma primo dell'art. 2358 c.c. non opera. Dal che consegue che le operazioni dirette ad accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto e sottoscrizione di azioni proprie non conformi alle condizioni di legittimità richieste dall'art. 2358 c.c. ricadranno nell'area applicativa del divieto e saranno pertanto sanzionate con la nullità dell'atto compiuto» (C. Robustella, *Leveraged buy out*, in G. Dinacci, S. Pagliantini (a cura di), *I contratti per il finanziamento dell'impresa*, cit., p. 371).

38 In tale relazione devono essere indicate le condizioni, le ragioni dell'operazione, le finalità dell'impresa, l'interesse per la società, i relativi rischi (con riferimento a liquidità e solvibilità), il prezzo di acquisto delle azioni, l'attestazione delle condizioni di mercato per tasso di interesse e garanzie, nonché la conferma della valutazione del merito del credito della controparte (comma III). Con riferimento a tale relazione, la cui predisposizione è stata prevista dal legislatore comunitario, è stato osservato che «appare evidente che le cautele del legislatore comunitario sostanzialmente sottraggono l'operazione alla discrezione degli amministratori, i quali potranno proporla all'assemblea, ma dovranno illustrarne i termini, fra i quali si deve comprendere, come l'articolo 23 bis prevede, l'utilità che potrà derivarne dall'interesse sociale» (V. Salafia, *Applicabilità dell'art. 2358 c.c. anche alle società di persone*, in “Le Società”, 1 (2007), p. 7).

39 Ciò rappresenta una differenza rispetto a quanto è previsto per l'acquisto e la sottoscrizione di azioni proprie da parte della società, per le quali l'assemblea si esprime in sede ordinaria.

34 Al riguardo, cfr. I. Demuro, *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di proprie azioni*, in “Giur. Comm.”, 2 (2010), pp. 229 ss.

35 In proposito si veda M. S. Spolidoro, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in “Notariato”, 2009, pp. 1 ss.

36 Cambiamenti visti con favore dal Legislatore in quanto in grado di generare effetti virtuosi nella realtà imprenditoriale nazionale (si veda M. L. Vitali, *La nuova Seconda direttiva: conferimenti, assistenza finanziaria e tutela «standardizzata» dei creditori sociali*, in “Riv. Soc.”, 2006, p. 1171. In proposito si veda altresì C. Robustella, *Prime note in merito all'adeguamento dell'ordinamento interno all'art. 1 par. 6 della Direttiva 2006/68/CE: la novella dell'art. 2358 c.c. e i nuovi scenari prospettabili per le operazioni di merger leveraged buy out*, in “Riv.dir. impr.”, 1 (2009).

l'importo complessivo delle somme impiegate ed il valore delle garanzie fornite non superino il limite delle riserve disponibili e degli utili distribuibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato⁴⁰ (comma VI); che le riserve disponibili e gli utili distribuibili a fronte delle somme impiegate e del valore delle garanzie debbano essere accantonati in una riserva indisponibile, iscritta al passivo del bilancio (comma VI). Qualora le somme oggetto dei prestiti concessi dalla società o le garanzie prestate siano utilizzate dai terzi che ne beneficino per acquistare azioni possedute dalla società medesima ai sensi degli artt. 2357 e 2357bis, la deliberazione dell'assemblea straordinaria che autorizza l'erogazione del prestito o la concessione della garanzia dovrà contestualmente autorizzare gli amministratori ad alienare tali azioni ad un prezzo da determinare secondo i criteri fissati dalla legge per il calcolo del valore delle azioni per le quali il socio eserciti il diritto di regresso (art. 2437ter, II comma). Nel caso in cui si tratti di azioni negoziate in un mercato regolamentato il prezzo di acquisto dovrà essere almeno pari al prezzo medio ponderato al quale le azioni sono state negoziate nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea⁴¹ (comma IV). Qualora, poi la società presti «assistenza finanziaria» per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, direttamente o indirettamente, ad amministratori

40 Tale regime è analogo a quello previsto per l'art. 2357 c.c.: è stato a tal proposito osservato che ciò «rende palese la preoccupazione del legislatore di evitare che operazioni comunque preordinate all'acquisto (da parte di terzi) di azioni emesse dalla società attingano a risorse corrispondenti al capitale sociale, con conseguente rischio di "scopertura" dello stesso.» (G. Grippo (a cura di), *Commentario delle società - Artt. 2247-2435bis*, I Vol., Torino, 2009, cit., p. 390).

41 Da notare come le condizioni economiche della vendita delle azioni debbano essere ancorate a parametri oggettivi: la ragione di ciò può essere ritrovata nella «volontà del legislatore di evitare che la società non trovi un punto di equilibrio tra l'esigenza di contenere il proprio impegno finanziario - in quanto erogatrice del prestito o della garanzia preordinati a fornire al terzo i mezzi per operare la sottoscrizione o l'acquisto - e la contrapposta esigenza di non alienare le proprie azioni ad un prezzo troppo basso» (Ivi, p. 391).

della società stessa o alla società controllante o ad amministratori di quest'ultima, la relazione degli amministratori deve attestare che «l'operazione realizza al meglio l'interesse della società» (V comma).

Infine, la norma richiamata prevede espressamente il divieto per la società di accettare azioni proprie in garanzia, nemmeno per il tramite di società fiduciaria o per interposta persona.

Va peraltro osservato come, in virtù dell'ottavo comma della disposizione in esame, la disciplina sin qui esposta non si applica nel caso di «operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate»: tali operazioni, pertanto, non necessitano dell'autorizzazione assembleare richiesta dal II comma. Viene comunque fatto salvo quanto previsto al VI comma: la norma assoggetta quindi le operazioni compiute a favore dei dipendenti tanto all'obbligo di contenere l'importo complessivo dei prestiti erogati e delle garanzie fornite entro il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, quanto all'obbligo di appostare al passivo del bilancio una riserva indisponibile di ammontare pari a quello dei prestiti e delle garanzie. Fondamentale, ai fini della presente analisi, è l'ultimo comma dell'art. 2358 c.c., a norma del quale «resta salvo quanto previsto dagli articoli 2391bis⁴² e 2501bis».

Il rapporto tra leveraged buy out e divieto di assistenza finanziaria ha sempre rivestito particolare importanza: risulta quindi utile ai fini della comprensione della questione analizzare i problemi, ora risolti (o irrisolti?), che si ponevano anteriormente all'introduzione dell'art. 2501bis e alle modifiche dell'art. 2358.

Anteriormente alla riforma del diritto societario del 2003 si era infatti posta insistentemente la questione della compatibilità con il divieto di assistenza finanziaria, di cui all'art. 2358, delle operazioni di leveraged buy out, non ancora - lo si precisa - codificate, dal momen-

42 Tale articolo disciplina le operazioni con parti correlate, ossia con persone - fisiche e giuridiche - collegate alla società da particolari rapporti. Nel caso in cui le operazioni contemplate dall'art. 2358 c.c. vengano effettuate dalla società con un soggetto considerato dalla legge quale parte correlata, troveranno pertanto necessariamente applicazione anche le regole dettate dall'art. 2391bis.

to che in siffatte operazioni, per effetto della fusione, il patrimonio della società acquisita verrebbe appunto a costituire una garanzia o la fonte di rimborso dei debiti contratti dalla società acquirente per perfezionare l'acquisizione stessa: era stato in proposito affermato che un'operazione di LBO avrebbe rappresentato un'ipotesi tipica di violazione del divieto in questione. Alcune delle fattispecie riconducibili all'istituto oggetto della presente disamina si erano in effetti rivelate evidentemente incompatibili con il divieto codicistico, come quelle in cui la società bersaglio avesse finanziato o garantito l'acquisto di azioni proprie in vista del raggiungimento di una partecipazione di controllo, eventualmente tramite un interposto. Altre ipotesi discusse erano quelle in cui veniva compiuta una serie di passaggi successivi con costituzione di una società c.d. veicolo, ottenimento di un finanziamento da parte di una banca, utilizzo del finanziamento per l'acquisto della partecipazione di controllo nella società bersaglio, fusione per incorporazione di quest'ultima società nella prima: come già visto, se alcuni riconducevano questo genere di operazione alla garanzia dell'acquisto di azioni proprie, altri vi ravvisavano un'ipotesi di frode alla legge. Conseguenza di siffatta violazione, secondo l'opinione maggiormente diffusa in dottrina⁴³ e giurisprudenza, sarebbe stata quella della nullità, che avrebbe travolto non solo la deliberazione dell'assemblea di approvazione dell'operazione in quanto viziata per illiceità dell'oggetto, ma anche il contratto di finanziamento (e le relative garanzie) nell'ipotesi in cui gli enti finanziatori fossero stati consapevoli della destinazione del prestito erogato.

43 F. Carbonetti, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, p. 179; S. Fortunato, *Anticipazioni, prestiti e garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie*, in L. Buttarò, A. Patroni Griffi (a cura di), *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Milano 1984, p. 441; A. Morano, *Liceità o illiceità del leveraged buy-out?*, in *Le Società*, 2002, p. 889. *Contra*, parte della dottrina si esprimeva nel senso dell'annullabilità: cfr. M. E. Galesio Piuma, *Le anticipazioni sulle proprie azioni e i prestiti a terzi per l'acquisto sulle stesse*, in "Riv. Dir. Comm.", 2 (1972), p. 132; G. Fré, *Società per azioni*, in A. Scialoja, G. Branca (a cura di), *Commentario del codice civile*, Bologna, 1988.

La riforma del diritto societario del 2003, con l'introduzione dell'art. 2501bis aveva in parte risolto la questione: tale norma, come ampiamente visto precedentemente, ha infatti affermato la legittimità delle operazioni di fusione di società a seguito di acquisizione mediante indebitamento, disciplinandole specificamente. Nel 2003 la questione, però, risultava risolta ancora solo parzialmente: ci si trovava infatti di fronte ad un evidente contrasto tra quanto previsto all'art. 7, lett. d) della legge delega, che imponeva di «prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione [...] del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile», e il disposto dell'art. 2358 che, in conformità al disposto di cui alla II Direttiva comunitaria in materia di società, continuava a vietare la prestazione di garanzie per l'acquisto di azioni proprie. Alcuni ritenevano quindi che il Legislatore, nel tentativo di tenere conto tanto dell'esigenza di favorire le acquisizioni societarie per consentire l'allargamento delle imprese quanto della necessità di salvaguardare il patrimonio della società bersaglio, non avesse voluto sancire in assoluto la legittimità del *leveraged buy out*, vincolando quindi tale genere di operazioni tramite la previsione una serie di limiti, come il rispetto di una molteplicità di obblighi informativi⁴⁴. In pendenza di tale contrasto, sarebbe quindi stato possibile ravvisare conseguenze negative con riferimento alla validità delle garanzie concesse a fonte di mutui "di scopo" riconducibili alla finalità di assicurare a qualcuno azioni della società garante, nonché, soprattutto, responsabilità civili in capo agli amministratori⁴⁵.

44 Sul punto si veda G. Grippo (a cura di), *Commentario delle società - Artt. 2436-2548 - 2602-2642*, cit., pp. 1241-1242.

45 Sarebbe infatti stato possibile ipotizzare, ad esempio, un'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori promossa dai creditori sociali ex art. 2394 c.c. ove vi fosse stata concessione di garanzie finalizzate all'acquisto di azioni proprie, ovvero in violazione dell'art. 2358 c.c., che avessero determinato un privilegio in favore del creditore e che fossero state successivamente escusse, qualora tale escussione avesse

In particolare, restava assolutamente valido ed applicabile il divieto posto dall'art. 2358 c.c. circa la concessione (anche tramite negozi indiretti o in fasi successive della medesima transazione) di garanzie specifiche su cespiti della società bersaglio.

Certamente ammissibili, per contro, parevano le operazioni di *leveraged buy out* in cui il ripagamento del debito di acquisizione fosse stato compiuto tramite l'impiego, in un momento successivo alla fusione, dei proventi della vendita di cespiti o complessi aziendali non strategici, facenti parte del patrimonio della società acquisita.

Secondo parte della dottrina, essendo il fondamento della fusione la concentrazione di organismi produttivi⁴⁶, e difettando questa caratteristica in un'operazione di *merger leveraged buy out*, la fusione finirebbe in questo caso col rappresentare un mezzo elusivo del divieto di assistenza finanziaria.

In realtà il dato normativo non richiedeva che la fusione dovesse necessariamente svolgere la funzione di concentrazione tra imprese, né che essa dovesse avvenire per valide ragioni economiche, non rappresentando queste ultime – se non per pura invenzione dogmatica – una condizione di illiceità della fusione⁴⁷.

Si è già detto in merito che per la legittimità di una fusione è sufficiente che si realizzi una compenetrazione tra due società, posto che ciò che la fusione deve garantire è almeno un patrimonio netto attivo in tutte e due le società interessate.

avuto come conseguenza che il residuo patrimonio della società concedente si fosse successivamente rivelato insufficiente ai fini del soddisfacimento delle residue obbligazioni.

46 Secondo Montalenti la fusione rappresenterebbe non già un «mero procedimento di modificazione formale dell'atto costitutivo, bensì forma giuridica del processo sostanziale di concentrazione tra imprese, da cui non può prescindere» (P. Montalenti, *Il leveraged buy-out*, cit., p. 111).

47 Così Spolidoro il quale, in relazione alla fattispecie particolare della fusione inversa, affermò che «l'esistenza di valide ragioni economiche per procedere con una fusione inversa non è infatti *conditio sine qua non* della legittimità di questo tipo di operazione, come non lo è di nessun tipo di fusione considerato in astratto» (M.S. Spolidoro, *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*, in "Le Società", 2000, p. 334).

Del resto, è possibile pensare a svariati casi⁴⁸ in cui la fusione, pur non essendo finalizzata alla concentrazione di organismi produttivi, nondimeno persegue scopi meritevoli di tutela se e in quanto non cagionino alla società un danno non giustificato dall'interesse sociale⁴⁹: la fusione è quindi uno strumento di per sé neutro, realizzabile per le più diverse finalità.

Dalla neutralità della fusione consegue che vi siano forti dubbi circa l'idoneità di essa a configurarsi come negozio in frode, dal momento che non sussiste un elemento necessario per individuare l'esistenza di tale frode, e cioè l'utilizzo in modo improprio di uno strumento negoziale di per sé lecito e previsto dal Legislatore per altri fini rispetto a quelli voluti dalle parti. Per quanto attiene più nello specifico il problema della frode alla legge, va premesso che l'art. 1344 c.c. (*Contratto in frode alla legge*) prevede che «si reputa altresì illecita la causa quando il contratto costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa»⁵⁰. L'art. 2358 c.c., però, non impedisce ad un acquirente di partecipazioni sociali di procedere all'acquisizione senza avere mezzi finanziari propri per farlo; né impone all'acquirente di partecipazioni sociali di ripagare il debito con mezzi propri; né impedisce all'acquirente di partecipazioni sociali, di utilizzare le ricchezze della società così acquisita per ripagare il debito contratto onde procedere all'acquisizio-

48 Si pensi, nell'ambito di un gruppo societario, a fusioni poste in essere per semplificare la struttura societaria di gruppi di imprese, a fusioni volte a ridurre i costi gestionali ed amministrativi, a fusioni volte a porre fine a situazioni di elevata conflittualità nel mercato.

49 Da verificarsi eventualmente anche in un'ottica ampliata di gruppo.

50 Va per inciso e a fini di completezza ricordato che in caso di frode alla legge ex art. 1344 c.c. per aggiramento del disposto dell'art. 2358 c.c., le conseguenze sarebbero le seguenti: nullità del contratto di trasferimento delle azioni, e, quindi, restituzione della somma al compratore (*newco*) e delle azioni al venditore (il gruppo maggioritario); nullità del contratto di finanziamento con l'istituto di credito, e, quindi, restituzione allo stesso della somma finanziata, ma priva di interessi; applicazione (ante 2002) di sanzioni penali. Rimarrebbe in essere l'operazione di fusione (oramai, però, priva di senso, dato il consolidamento con la scatola vuota, che era la *newco*). Si veda, sul punto, E. Tartaglia, *Leveraged Buy Out. Rischi e opportunità*, cit., p. 41.

ne.⁵¹ Ciò che la norma prevede è il divieto per gli amministratori di una società di utilizzare il patrimonio sociale per prestare assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni della società. Di conseguenza, se nel campo di applicazione del divieto possono farsi rientrare, ad esempio, le fidejussioni prestate dalla società *target*, la fusione non può viceversa integrare atto in frode alla disposizione di cui all'art. 2358 c.c.⁵². La fusione, infatti, conduce all'annullamento delle azioni della società bersaglio e ad una scomparsa della stessa, il cui patrimonio si integra con quello di *newco*. Gli amministratori di *target*, poi, per effetto della fusione cessano di essere in carica: per essi proporre ai soci la fusione è atto assai diverso, tanto nei presupposti di fatto quanto nelle conseguenze giuridiche, rispetto ad un eventuale accollo del debito di *newco*.

Per quanti sostenevano che fosse possibile distinguere tra LBO leciti e illeciti, la fusione, all'interno di un'operazione di *leveraged buy out* avrebbe potuto essere considerata legittima se,

51 «L'individuazione del complesso di interessi effettivamente protetto dall'art. 2358 c.c. è sempre stata problematica» (A. Gervasoni (a cura di), *Manuale del Management Buy Out. Struttura finanziaria, fiscale e contrattuale, casi ed esperienze*, cit., p. 165).

52 Con riferimento alla configurabilità di un'ipotesi di frode alla legge nel caso di un'operazione di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento è stato osservato che a ciò osta una serie di ragioni, come «a) la difficoltà di applicare una norma come la frode alla legge dettata in tema di contratti ad una attività che ha per finalità un'operazione straordinaria di concentrazione di imprese; b) la constatazione che, con la riforma delle società di capitale (con riferimento alle decisioni dei soci), il legislatore ha spesso anteposto al rimedio reale (invalidità della decisione) il rimedio risarcitorio; c) la difficoltà, per la sua struttura e per l'articolazione temporale delle sue fasi, a accostare la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento ad un procedimento in frode all'art. 2358 c.c. che risponde ad una molteplicità di finalità e non solo alla tutela del capitale sociale (32); d) la possibilità per l'operatore economico anziché di ricorrere alla fusione di ottenere risultati simili se non identici con il ricorso a altre figure contrattuali: ad esempio con l'acquisto da parte di una *newco*, che si è indebitata in precedenza per procurarsi la provvista per il pagamento del prezzo, dell'azienda di una società *target* le cui attività costituiranno garanzia generica dei debiti della prima» (V. Afferni, *Invalidità della fusione e riforma delle società di capitale*, in "Giur. comm.", 2 (2009), pp. 129 ss.).

oltre ad essere supportata da un piano industriale che desse una parvenza di "scelta strategica" alla fusione stessa, il piano industriale stesso fosse stato «inserito in un piano finanziario equilibrato, sorretto da un significativo apporto di mezzi propri, idoneo ad escludere che l'obiettivo primario dell'operazione [consistesse] nell'utilizzazione del patrimonio della società *target* per ripianare il debito»⁵³. Tale dottrina rinviava i criteri della "ragionevolezza" dalla "ragionevolezza dei motivi della fusione" alla "ragionevolezza dell'uso della leva finanziaria": il divieto di cui all'art. 2358 c.c., però, era previsto indipendentemente dalle condizioni finanziarie e/o patrimoniali del socio che acquistava o sottoscriveva le azioni proprie⁵⁴.

Non appare quindi corretto sostenere che la liceità della fusione dipendesse da un "ragionevole" rapporto tra indebitamento e mezzi propri delle società partecipanti alla fusione, ovvero che il LBO fosse lecito solo qualora, analizzata la situazione patrimoniale della so-

53 P. Montalenti, *Leveraged buy-out: una sentenza chiarificatrice*, in "Giur. it.", 1999, p. 2107.

54 Risulta rilevante ricordare peraltro l'opinione di chi, come Spolidoro, ha sostenuto che «l'art. 2358 c.c. non riguarda in alcun modo il leveraged buy out ed ha una finalità del tutto diversa [...] Sembra che l'art. 2501-bis meriti di essere applicato con grande ampiezza, sfruttandone le possibilità e senza mortificarne il ruolo, rendendolo il "prosseneta" di una violazione dell'art. 2358 c.c., che sarebbe stato sdoganato quasi con un sotterfugio.» (M. S. Spolidoro, *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società*, in Riv. Soc., 5 (2008)). *Contra, ex multis*, Montalenti, il quale, ha con fermezza sostenuto «l'errore metodologico di chi [...] ritiene che il legislatore delegante intendesse statuire che il merger leveraged buyout non [violerebbe] mai l'art. 2358» errore che deriverebbe dal non aver compreso sino in fondo come «quanto alle ragioni economiche della fusione, l'art. 2501 quater (ora 2501 quinquies) impone, dall'attuazione della direttiva comunitaria (1991), che la relazione degli amministratori "illustri e giustifichi, sotto il profilo economico e giuridico, il progetto di fusione" e che, per le ragioni logiche, e normative, già illustrate la legittimazione incondizionata del l.b.o. non sarebbe stata conforme all'art. 23, II Direttiva CEE» (P. Montalenti, *Art. 2501 bis*, in G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti (a cura di), *Il nuovo diritto societario. D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5; D. lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1). Artt. 2484-2548 c.c., norme di attuazione, disciplina processuale, artt. 2621-2641 c.c.*, Bologna, 2004, pp. 2322-2323).

cietà, fosse dimostrabile che la stessa fosse in grado di sostenere l'indebitamento contratto per effetto della fusione.

Vale la pena comunque puntualizzare che, con quanto sostenuto sinora, non si vuole negare l'opportunità che, nell'ambito di ogni *leveraged buy out*, esista un corretto rapporto tra i mezzi propri della società risultante dalla fusione e l'indebitamento della stessa, questo in virtù dei normali principi di prudenza e ragionevolezza che dovrebbero guidare il comportamento degli amministratori nella gestione della società⁵⁵. Ad ogni buon conto, il D.Lgs. 142/2008 con il quale è stata recepita la Direttiva 2006/68/CE, modificando radicalmente l'art. 2358, consente ora che la società accordi prestiti o fornisca garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di proprie azioni, alle condizioni esplicitamente previste dal medesimo articolo (alcune delle quali peraltro coincidono con quelle previste dalla norma di cui all'art. 2501bis). L'ultimo comma dell'art. 2358, in particolare, fa salvo quanto previsto in materia di *leveraged buy out*, con la conseguenza che la disciplina di cui all'art. 2501bis parrebbe avere carattere speciale, se non eccezionale, che, come tale, prevale sulla disciplina generale di cui all'art. 2358: in effetti, tale norma esclude dal proprio ambito di applicazione le operazioni di LBO, che sarebbero disciplinate esclusivamente dall'art. 2501bis. Conseguentemente, ad oggi una violazione dell'art. 2358 attraverso un'operazione di *leveraged buy out* sembrerebbe poter essere configurata solo ove si verificassero due condizioni: la realizzazione dell'operazione in violazione delle disposizioni di cui all'art. 2501bis e la presenza di indici rivelatori della volontà di escludere il divieto di assistenza finanziaria di cui all'art. 2358. Ciò significa, per converso, che, laddove le condizioni richieste per la liceità dell'operazione di LBO ai sensi dell'art. 2501bis fossero rispettate, non sarebbe nemmeno necessario indagare possibili indici di illiceità ai sensi dell'art. 2358⁵⁶.

55 Sarà pertanto sempre possibile prospettare una violazione degli obblighi di diligente ed oculata gestione che il nostro ordinamento pone a carico degli amministratori.

56 Opportuno per completezza ricordare come per quanto concerne le società a responsabilità limitata valga

CONCLUSIONI

L'analisi svolta sino a questo punto ha cercato di tracciare una puntuale panoramica sul *leveraged buy out*, soffermandosi anzitutto sulle origini di questo istituto, che deriva, come visto, dagli ordinamenti d'oltreoceano. Ci si è poi concentrati sulla regolamentazione dello stesso ante e post 2003, analizzando quindi la disciplina introdotta con D. Lgs. n. 6 del 2003, che ha condotto alla positivizzazione dell'istituto del *leveraged buy out* nel nostro ordinamento, e i problemi che tale istituto ha sollevato e, in qualche modo, solleva ancor oggi.

Certamente, non va nascosto che una svolta determinante quanto quella del 2003 è quella realizzata nel 2008, con le modifiche all'art. 2358 c.c.: esse, attribuendo alla società per azioni il potere di concedere prestiti o garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni – sia pure con le limitazioni ancora previste al suddetto articolo – hanno permesso di fugare i dubbi che ancora permanevano circa la compatibilità di operazioni di acquisizione tramite indebitamento con il generale divieto di assistenza finanziaria. Come è stato approfondita-

quanto previsto dall'art. 2747 (*Operazioni sulle proprie azioni*), a norma del quale: «In nessun caso la società può acquistare o accettare in garanzia partecipazioni proprie, ovvero accordare prestiti o fornire garanzia per il loro acquisto o la loro sottoscrizione». È stato a tal proposito affermato come la «disciplina dettata dal nuovo art. 2358 c.c. [...] rappresenti, qualora ve ne fosse ancora bisogno, un ulteriore tratto distintivo tra la società per azioni e la società a responsabilità limitata per la quale, in forza dell'art. 2474 c.c., continua a sussistere il divieto, pur rimosibile dal legislatore, di accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di proprie partecipazioni.» (I. Demuro, *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di proprie azioni*, cit., pp. 229 ss.). Interessante ricordare anche quanto osservato in G. Cristofori (a cura di), *Operazioni di finanza straordinaria. Aspetti legali, contrattuali, contabili, fiscali di tutte le operazioni straordinarie*, Milano, 2010, pp. 602-604, con riferimento alla natura generica o specifica della garanzia costituita dal patrimonio nell'operazione di LBO con riferimento alle s.p.a. (e quindi all'art. 2358 c.c.) e alle s.r.l. (2474 c.c.). Si vedano altresì G. Racugno, *Operazioni sulle proprie partecipazioni nella nuova s.r.l.*, in "Società", 2003, pp. 373 ss.; G. Tapparella, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in "Riv. Notariato", 5 (2008), pp. 1029 ss.

mente osservato, tale questione aveva a lungo impegnato tanto la dottrina quanto la giurisprudenza, senza che, peraltro, si affermasse un'opinione generalmente accettata. Rispetto alle innovazioni prodottesi a seguito del D. Lgs. n. 142 del 2008, è stato acutamente osservato che «il generico indebitamento, previsto come presupposto, continua a costituire il presupposto dell'applicazione della norma con la sola precisazione che esso comprende anche quello contratto con la società che, nel progetto di leveraged buy out, costituirà l'obiettivo della complessa operazione. Ciò spiega perché la recentissima modificazione della norma qui esaminata ha stimato necessario dichiarare la salvezza dell'art. 2501-bis c.c.; la modificazione dello scenario, che ne costituiva il presupposto per l'applicazione, avrebbe potuto ingenerare nell'interprete la convinzione che l'indebitamento contratto con la società obiettivo continuasse a non rientrare nella previsione di quella norma, in quanto costruita quando l'art. 2358 c.c., con il divieto assoluto di assistenza finanziaria per l'acquisto delle azioni della società che prestava l'assistenza medesima, escludeva dallo scenario presupposto dall'art. 2501-bis c.c. proprio l'indebitamento con la società obiettivo da parte di quella che ne avesse acquistato il controllo utilizzando l'assistenza finanziaria dalla stessa fornitrice»⁵⁷. Sembrerebbe quindi possibile affermare che tali operazioni vadano oggi a tutti gli effetti considerate lecite e sgombrare da qualsivoglia ombra.

Non va peraltro tralasciata l'utilità che secondo l'opinione prevalente le operazioni di leveraged buy out possono avere in termini di crescita economica e di sviluppo delle aziende e della società globalmente intesa. Per tornare ancora una volta all'esempio statunitense, è stato osservato come in tale ambito sia possibile apprezzare realmente le opportunità offerte da questo strumento: sarebbe in tal senso sufficiente ricordare come probabilmente «senza i leveraged buyouts degli anni ottanta – ovvero operazioni tramite le quali un imprenditore si indebita per acquistare un'azienda – i guadagni straordinari di produttività degli anni

57 V. Salafia, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in "Le Società", 2009, pp. 575 e ss..

novanta non si sarebbero mai realizzati: tra i due decenni la crescita negli Stati Uniti accelerò di un punto, dal 3 al 4 per cento, mentre l'Europa continentale rallentava dal 2,5 al 2,2 per cento»⁵⁸ (economia reale o economia "sulla carta"?). Del resto, come è stato rilevato, la modifica legislativa del 2008 che ha in qualche modo sgomberato il campo da ogni dubbio relativo alla legittimità del LBO traeva origine dalla Direttiva 2006/68/CE, che, modificando completamente la precedente impostazione, aveva come finalità precisamente il rafforzamento della flessibilità con riguardo ai cambiamenti della struttura proprietaria, e ciò nell'ottica di un complessivo sviluppo generale: sembrerebbe allora possibile affermare che, anche a livello comunitario, si siano avvertite le potenzialità di siffatto istituto, prevedendo così il venir meno di un divieto, quale quello di assistenza finanziaria, di grande importanza nella legislazione in materia di società.

Seguendo tale impostazione, allora, qualora anche gli ultimi scetticismi e remore venissero meno e le operazioni di leveraged buy out potessero diffondersi maggiormente, probabilmente i meccanismi di mercato che ne deriverebbero potrebbero dimostrarsi davvero interessanti, anche e, forse, soprattutto, di fronte ad una situazione di crisi economica globale quale quella attuale (forse fase finale di quei "guadagni straordinari di produttività" degli anni Novanta?). Non mancano però, ancor oggi, autorevoli voci discordanti: come è stato infatti osservato⁵⁹ quelli del 2501bis potrebbero essere intesi come «belle indicazioni ed encomiabili propositi, dei quali indubbiamente occorre prendere atto: sulla cui efficacia [...] moralizzatrice, è peraltro lecito conservare qualche non lieve perplessità». Infatti, per quanto il progetto di fusione debba indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione, «chi va alla conquista di una società, contraendo debiti per conquistarla, le risorse per restituirla, checché dica il secondo comma della norma, dovrà pur trovarle nel patrimonio della società

58 A. Alesina, F. Giavazzi, *La crisi. Può la politica salvare il mondo?*, Milano, 2008, p. 33.

59 G. Cottino, *Diritto societario*, cit., p. 331.

bersaglio; né, con validi consulenti, avrà d'ora in poi difficoltà a enucleare le valide ragioni per cui il *leveraged* viene lanciato. Chi mai, nei *mergers*, [...] dichiarerebbe del resto scopi speculativi e d'avventura poco confessabili [...]?» Le perplessità, quindi, restano legate all'alto grado di rischio che connota siffatte operazioni e agli strumenti per arginare scopi fraudolenti o comunque non meritevoli di tutela: «ma poi, che accadrebbe se una volta garantito che la restituzione del debito con cui si è finanziato il *leveraged* avverrà, improbabilmente visto che lo si è dovuto contrarre, con mezzi propri, essa seguisse, più probabilmente, con... mezzi altrui? Un buffetto sulle guance? Una nota di biasimo, un'azione di responsabilità della minoranza della società bersaglio o un'altrettanto improbabile causa di risarcimento del danno?».

Certo, sarebbe auspicabile una legislazione molto più precisa e completa sulla questione: pur non potendo negare le potenzialità delle operazioni di *leveraged buy out*, appare infatti indubbio come le stesse necessitino di una disciplina più specifica e capillare che possa implementare l'uso di detto strumento affinché esso conduca alla crescita delle aziende evitando però, allo stesso tempo, l'utilizzo della leva finanziaria in modo incondizionato.

Non è forse vero, infatti, che l'indebitamento indiscriminato è il biglietto di sola andata verso la bancarotta?

Gionatan Giaretta si è laureato in Giurisprudenza presso l'Università degli Studi di Ferrara ed è praticante avvocato del Foro di Venezia.

gionatan.giaretta@libero.it