



Dipartimento di Giurisprudenza

Cattedra: Diritto Commerciale

*II LEVERAGED BUY-OUT: DISCIPLINA E
ANALISI DELLA CONTRATTUALISTICA
L.M.A. PER IL LEVERAGED FINANCING*

RELATORE

Chiar.mo Prof. Gustavo Olivieri

CORRELATORE

Chiar.mo Prof. Antonio Nuzzo

CANDIDATO

Giuseppe Chiaula

Matr. 118443

Anno accademico 2016/2017

Ai miei genitori Giorgio e Marcella, che mi hanno donato la vita e il loro amore incondizionato;

a mio fratello Riccardo, che ogni giorno mi ricorda il valore della vita e il peso delle responsabilità;

ai nonni Giuseppe e Michele, esempio assoluto di vita e parte del mio cuore;

alle nonne Anna e Giuseppina, alle quali voglio un bene immenso;

a Martina, che non mi ha mai fatto mancare il suo sostegno in questi cinque anni di studio;

ai miei amici, senza i quali non potrei godermi le gioie della vita;

alla mia famiglia, a cui non rinuncerei mai;

al Professor Gustavo Olivieri, al Professor Antonio Nuzzo e alla Dottoressa Maria Zinno, per il prezioso aiuto nell'affrontare la prova universitaria più difficile;

a tutti coloro che hanno creduto e credono in me, con la speranza di non deluderli mai.

Introduzione

Capitolo primo – Il *leveraged buy-out*: quadro generale

1. Premessa
2. Storia del *leveraged buy-out*
3. Le varianti del *leveraged buy-out*
4. Il *leveraged buy-out* in altri ordinamenti comunitari
5. Vantaggi e svantaggi del *leveraged buy-out*

Capitolo secondo – Il *merger leveraged buy-out*: profili critici e considerazioni della dottrina e della giurisprudenza

1. Premessa. Compatibilità con le disposizioni del Codice civile
2. Considerazioni della dottrina sul *merger leveraged buy-out*
3. La giurisprudenza relativa al *merger leveraged buy-out*: analisi delle principali sentenze
4. Profili penalistici relativi al *merger leveraged buy-out*
5. Aspetti fiscali inerenti al *merger leveraged buy-out*

Capitolo terzo – Strutturazione dell'operazione di *merger leveraged buy-out*

1. Premessa
2. Identificazione della *target*
3. Costituzione della *newco*
4. Ottenimento del finanziamento
5. Acquisizione della società obiettivo
6. Fusione e situazione *post-fusione*
7. Rimborso del finanziamento

Capitolo quarto – La contrattualistica *LMA* per il *leveraged financing*

1. Premessa
2. *Loan Market Association*: quadro generale
3. Analisi del modello contrattuale LMA per le operazioni di *leveraged financing*
4. Le modifiche da apportare al modello contrattuale LMA in dipendenza della legge regolatrice del contratto

Conclusioni

Bibliografia

INTRODUZIONE

Il presente elaborato si propone di realizzare un'analisi in merito all'istituto del *leveraged buy-out* (LBO), il quale può essere descritto come una tecnica finanziaria consistente nell'acquisizione di una società *target* (vale a dire società obiettivo o bersaglio), da compiersi facendo leva sulla capacità di indebitamento di quest'ultima.

L'operazione di *leveraged buy-out* presuppone, infatti, la costituzione, da parte del soggetto promotore, di una società *ad hoc* (c.d. *newco*), preposta in via esclusiva all'acquisizione della *target*. La società così creata rappresenta, cioè, una sorta di «scatola vuota», dal momento che essa non dispone di propri *assets*, ma soltanto del capitale sociale (peraltro, solitamente pari all'ammontare minimo imposto dal legislatore ai fini della costituzione della società). La *newco*, indebitandosi con banche ovvero altri istituti di credito, reperisce le risorse finanziarie funzionali ad acquisire la società obiettivo: trattandosi, come detto, di una «scatola vuota», i fondi così ottenuti saranno rimborsati principalmente mediante i flussi di cassa prodotti dalla stessa società acquisita (oppure attraverso i proventi derivanti da operazioni alternative quali la cessione di beni o rami aziendali della società *target*). Alla luce di quanto brevemente esposto, si può già intuire come nel *leveraged buy-out* l'acquisizione della società bersaglio sia resa possibile proprio in virtù della redditività prospettica e della leva finanziaria della stessa *target*.

Lo studio del *leveraged buy-out* nel primo capitolo prende principio muovendo dalla ricostruzione storica di tale tecnica finanziaria, a partire dalla descrizione dell'antecedente più vicino al LBO, vale a dire il c.d. *going private*. Al fine di completare il quadro storico dell'istituto, viene anche riportata la vicenda relativa all'acquisizione della *RJR Nabisco* (società attiva nel settore alimentare e del tabacco) ad opera di *KKR & Co. L.P.* (rinomato fondo di *private equity*), vicenda che gli

esperti descrivono come l'esempio più emblematico di *leveraged buy-out*.

L'analisi comprende poi la descrizione delle diverse varianti in cui il *leveraged buy-out* può manifestarsi; tra queste meritano di essere menzionate le figure del *management buy-out* (il quale ricorre quando l'operazione di *buy-out* sia realizzata dagli amministratori della *target*) e dell'*institutional buy-out* (nel quale l'acquisizione è posta in essere da investitori professionali).

Il primo capitolo presenta altresì uno studio di natura comparatistica circa la disciplina del LBO nei principali ordinamenti europei: oggetto di approfondimento saranno gli effetti derivanti dall'adozione della Direttiva 2006/68/CE e dall'attuazione interna della medesima ad opera degli Stati membri.

L'analisi generale del primo capitolo si conclude infine con la descrizione dei benefici, di natura aziendale e patrimoniale, che derivano dal compimento delle operazioni di *leveraged buy-out*, tra cui si segnalano soprattutto il rinnovamento della compagine manageriale e la riduzione del costo del capitale.

Delineato così il quadro generale dell'operazione, il capitolo secondo prende in esame una specifica variante di LBO, vale a dire il *merger leveraged buy-out* (MLBO). La particolarità di tale variante risiede nel fatto che l'acquisizione della società *target* si conclude con la fusione di quest'ultima e della *newco*. Invero, il *merger leveraged buy-out* rappresenta la fattispecie classica di LBO, al punto che le due espressioni sono di frequente utilizzate come sinonimi, restando tuttavia inteso che si parla propriamente di *merger leveraged buy-out* esclusivamente nell'ipotesi in cui al processo di acquisizione della *target* segua l'operazione di fusione.

Il prosieguo della trattazione si focalizza invece sulle criticità dell'istituto del *merger leveraged buy-out*, con particolare riferimento alle considerazioni elaborate negli anni sia dalla dottrina che dalla giurisprudenza. A tal fine, saranno

esposte le posizioni di taluni autori ed esaminate le più significative sentenze della giurisprudenza di merito e di legittimità in relazione alla liceità del *merger leveraged buy-out*. Invero, si anticipa che in proposito si è a lungo discusso in ragione della presunta incompatibilità tra la tecnica finanziaria in esame e gli artt. 2357 e 2358 c.c. (concernenti rispettivamente l'acquisto di azioni proprie e le operazioni di assistenza finanziaria). È peraltro opportuno precisare, in via preliminare, che le problematiche relative alla liceità del *merger leveraged buy-out* risultano oggi superate in forza delle modifiche normative attuate dai dd. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 e 4 agosto 2008, n. 142. Tali decreti hanno infatti modificato il disposto degli artt. 2357 e 2358 c.c. ed introdotto l'art. 2501-*bis* c.c., il quale ha definitivamente ed ufficialmente consacrato la figura del *merger leveraged buy-out* nell'ordinamento italiano. Nonostante la risolutezza dell'intervento del legislatore – che ha sancito la fine di ogni dibattito in tema di MLBO – gli studi condotti dagli autori e le osservazioni espresse dalla giurisprudenza in materia sono stati di una tale importanza, da meritare, anche a distanza di anni, di essere l'oggetto di ulteriori esercizi di approfondimento ed elaborazione.

Il terzo capitolo entra nel vivo dell'operazione di *merger leveraged buy-out*, analizzando le varie fasi in cui essa si articola, a cominciare dall'individuazione della *target*, passando per la costituzione della *newco* e la contrazione del finanziamento, il quale può assumere la forma di qualsiasi negozio giuridico contemplato dall'ordinamento che abbia funzione creditizia. La fase peculiare del MLBO rimane comunque l'operazione di fusione, da porre in essere una volta completata l'acquisizione della *target*; la fusione viene in particolare definita «diretta» quando la *newco* incorpora la società bersaglio, mentre si parla di fusione «inversa» nel caso opposto. Vale la pena notare, sin da ora, che nei casi di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, il Codice civile (artt. 2501-*bis* e ss. c.c.) contempla un'apposita procedura di fusione rafforzata, diversa rispetto alla fusione ordinaria.

Il quarto capitolo si aprirà con una descrizione della *Loan Market Association* (LMA), un'associazione di categoria (tra i cui membri risultano, *inter alios*, banche, agenzie di *rating* e studi legali) fondata a Londra nel 1996 su iniziativa di talune banche, al fine di favorire lo sviluppo del *secondary loan market* (ossia il mercato secondario legato all'ottenimento di risorse finanziarie).

L'attività della *Loan Market Association* copre molteplici ambiti di varia natura, dal confronto con istituzioni nazionali, comunitarie e internazionali su temi riguardanti la regolamentazione del *loan market*, sino alla definizione di una prassi di mercato generale circa l'attività di concessione di finanziamenti. La LMA svolge inoltre un ruolo di assoluta preminenza ed importanza nella predisposizione di contratti *standard*, messi a disposizione degli operatori economici in modo che i medesimi possano farvi affidamento ed utilizzarli quali modelli negoziali da cui partire per la definizione della documentazione contrattuale relativa alle proprie operazioni finanziarie.

Il prosieguo del capitolo sarà incentrato sul modello contrattuale licenziato dalla *Loan Market Association* in relazione alle operazioni di *leveraged financing*. La trattazione riguarda nel dettaglio le principali clausole del regolamento contrattuale, quali le previsioni volte a regolare i meccanismi di erogazione del finanziamento (distinguendosi in particolare tra condizioni da soddisfare solo ai fini della prima erogazione, e condizioni valide invece per tutti i successivi utilizzi del credito), nonché le ipotesi di rimborso anticipato obbligatorio (tra cui si segnala l'ipotesi di sopravvenuta illiceità dell'attività di concessione del prestito) e di inadempimento contrattuale (che legittima i soggetti finanziatori a dichiarare la decadenza del debitore dal beneficio del termine, e ad esigere l'immediato pagamento di tutti gli importi dovuti e non ancora pagati).

Come in parte accennato, il modello contrattuale della *Loan Market Association* ha la funzione di servire quale base negoziale da cui partire al fine di svolgere le trattative:

discende, quindi, che, nell'esercizio del potere di autonomia privata di cui sono investite, le parti ben possono negoziare deroghe da apportare alle previsioni *standard* predisposte dalla LMA. Oggetto di deroga può essere anche la clausola in cui è sancita la legge regolatrice del contratto (nel caso dei modelli LMA, viene indicata di *default* la legge inglese): per questo motivo, la parte finale del quarto capitolo è dedicata allo studio delle integrazioni che sarà necessario inserire nel contratto di finanziamento, qualora le parti decidessero di assoggettarlo alla giurisdizione italiana, al fine di garantirne la compatibilità con il diritto italiano.

Seguono, infine, riflessioni sulla natura del contratto di finanziamento redatto dalla *Loan Market Association* e sulla possibilità di sussumere tale contratto sotto alcune delle fattispecie negoziali previste dall'ordinamento italiano in materia di contratti di credito.

CAPITOLO I

IL *LEVERAGED BUY-OUT*: QUADRO GENERALE

1. Premessa

L'espressione *leveraged buy-out* (LBO)¹ indica non una singola operazione, bensì un complesso di operazioni interconnesse le une con le altre ed accomunate dall'unità di scopo, vale a dire l'acquisizione – ad opera della *newco* (ossia la società appositamente costituita per realizzare il *buy-out*) – della c.d. «società obiettivo» o *target*.

Invero, l'acquisizione della *target* si compie facendo leva proprio sulla capacità di indebitamento di quest'ultima² (non a caso *leverage* e *buy-out* significano, rispettivamente, «leva finanziaria»³ e «acquistare»). Il complesso delle operazioni volte alla realizzazione di un LBO mira, quindi, essenzialmente ad acquistare la totalità delle azioni o delle quote (o, quanto meno, il pacchetto di maggioranza) della società bersaglio, ricorrendo in misura ridotta al proprio capitale (*equity*) e in misura preponderante al finanziamento (*debt*), ottenuto

¹ Si riportano, a titolo esemplificativo, le definizioni di LBO elaborate da taluni enti o istituti: sul sito www.borsaitaliana.it il *leveraged buy-out* viene definito «acquisizione attraverso debito. In sostanza tale procedura consiste in una complessa serie di operazioni finanziarie volte all'acquisto di una società»; sul sito www.ilsole24ore.com si afferma che «si ha un Lbo quando un'azienda viene acquisita da un investitore o gruppo di investitori che finanziano l'acquisizione indebitandosi (facendo quindi 'leva' col debito). Il corollario, naturalmente, è che la nuova azienda che si viene a formare si troverà appesantita da questo debito. (...) I casi di Lbo sono più frequenti quando le condizioni creditizie sono espansive, il danaro costa poco e la propensione al rischio è alta». Tra le innumerevoli definizioni fornite da esperti ed autori, si segnala, sempre a titolo esemplificativo, F. BALDI, *The economics of leveraged buyouts*, Torino, 2015, p. 3 («*a financial technique allowing the buyer to undertake the acquisition of the majority stake of a "target" firm by financing it mostly through the use of debt*») e G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, II, *Diritto delle società*, Torino, 2012, p. 661 («particolare tecnica per l'acquisto del controllo di una società, di origine statunitense [...]»).

² Così anche F. BALDI, *op. cit.*, p. 3: «*a leveraged buyout is thus a technique for the acquisition of firms, based on the target firm's debt capacity*».

³ La leva finanziaria misura il rapporto tra indebitamento finanziario e capitale proprio di un'impresa: debito / debito+equity.

all'uopo da parte di terzi (tipicamente banche e istituti finanziari). I capitali ottenuti in prestito sono poi rimborsati mediante i flussi di cassa prodotti dalla società acquisita ovvero attraverso la cessione dei suoi rami aziendali o beni (*asset stripping*)⁴.

Lo schema classico del *leveraged buy-out* assume generalmente la forma del *merger leveraged buy-out* (MLBO), per tale intendendosi, in estrema sintesi, un'operazione di *merger and acquisition* (M&A), nell'ambito della quale, a seguito dell'acquisizione della società bersaglio con ricorso prevalente all'indebitamento, si procede alla fusione tra la società acquirente e quella acquisita⁵. Il *merger leveraged buy-out* comprende, in altre parole, tutte le fasi tipiche delle operazioni di LBO, con l'aggiunta di una fase finale, consistente nella fusione tra *newco* e *target*.

La stessa definizione di *leveraged buy-out* consente di mettere in mostra quale sia la potenziale rischiosità⁶ di tale tecnica finanziaria: a conferma di ciò, il LBO viene ricompreso nel novero delle c.d. operazioni di finanza strutturata⁷, che

⁴ Si segnala, a tal proposito, la definizione di *leveraged buy-out* proposta in P. CARRIERE, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Riv. soc.*, 2003, 5, p. 998, in cui si afferma che il *leveraged buy-out* è un'operazione consistente «“nell'acquisizione a debito” (e cioè con ricorso prevalente a risorse finanziarie ottenute a titolo di credito presso finanziatori esterni rispetto al soggetto acquirente) di un determinato bene che, tipicamente, rivestirà natura produttiva (normalmente un complesso aziendale o una società commerciale, c.d. “target”) e generatrice di flussi reddituali (*cash flows*) capaci di remunerare rimborsare il capitale preso a prestito e sui quali, infatti, i finanziatori faranno prioritario affidamento nel valutare il merito di credito dell'operazione».

⁵ Una delle caratteristiche peculiari della tecnica del *merger leveraged buy-out* è appunto che essa «si attua [...] in conseguenza della fusione la traslazione sul patrimonio della società acquisita – ormai confuso con quello della controllante – dell'indebitamento contratto dall'acquirente» (L. RUSSO, *Commento sub art. 2501-bis (Fusione a seguito di incorporazione mediante indebitamento)*, in N. ABRIANI (a cura di), *Codice delle società*, Torino, 2016, p. 2293).

⁶ Enfaticamente, il *leveraged buy-out* è stato definito in G. COTTINO, *Le società. Diritto Commerciale*, I, II, Padova, 1999, p. 324, come «una tra le più audaci operazioni di arrembaggio alle fortune altrui che siano state inventate dalla fertile fantasia degli operatori nordamericani».

⁷ La finanza strutturata include un'ampia gamma di operazioni di finanziamento (cartolarizzazione dei crediti, *project financing*, *leveraged financing*, *structure leasing*, obbligazioni strutturate), «caratterizzate da un

tipicamente richiedono, ai fini del loro espletamento, elevate capacità e competenze per far fronte all'alto tasso di tecnicità e complessità dei relativi meccanismi operativi. Più precisamente, tra le operazioni di finanza strutturata, il *leveraged buy-out* rientra nella categoria delle tecniche di *leveraged financing*, per tali intendendosi le «tecniche finanziarie che si basano sullo sfruttamento ottimale della leva finanziaria del soggetto finanziato, nella ricerca del rapporto più efficiente tra capitale di rischio e capitale di credito (*leverage ratio*)»⁸.

2. Storia del *leveraged buy-out*

Da un punto di vista storico, il *leveraged buy-out* si è imposto all'attenzione del pubblico negli anni '70 e, soprattutto, negli anni '80, quando negli Stati Uniti furono realizzate importanti operazioni di acquisizione con ricorso all'indebitamento in misura preponderante⁹, rientranti nell'ambito della tecnica finanziaria del c.d. *going private*, di cui il LBO ben può essere considerato l'evoluzione.

Il *going private* viene in considerazione come un'operazione commerciale «consistente nell'acquisto sul mercato di azioni di una *public corporation*¹⁰, con conseguente trasformazione della società stessa in una *private*

significativo ricorso alla leva finanziaria e da un 'ricorso limitato' nei confronti dei soggetti promotori, derivanti da investimenti, industriali o infrastrutturali, ovvero da acquisizioni di società quotate e non, promosse anche da investitori istituzionali. Il finanziamento, anche sotto il profilo contrattuale e delle garanzie, ha una struttura complessa, volta a contenere il profilo di rischio in termini accettabili sul mercato bancario; per la loro entità, tali operazioni sono spesso oggetto di sindacazioni sul mercato» (dal sito www.mediobanca.it).

⁸ P. CARRIERE, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, cit., 997-998.

⁹ Per un quadro storico dettagliato relativo al *leveraged buy-out*, si veda B. BERTINI, *Lbo e Mbo: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, in *Contratto e impresa*, 2003, 3, pp. 1444-1459: l'autore ripercorre le varie fasi relative alla realizzazione degli LBO negli Stati Uniti, dagli anni '60 fino ai primi anni del ventunesimo secolo.

¹⁰ Per tale intendendosi una società che offre le sue azioni sul mercato di borsa.

*corporation»*¹¹. Il *going private* si era affermato negli Stati Uniti a partire dagli anni '60 e veniva effettuato mediante la costituzione di apposite società (denominate *newco* o *shell company*), analogamente a quanto avviene nell'ambito della tecnica del *leveraged buy-out* – tanto da indurre i giuristi a considerare i due termini come sinonimi.

Come detto, gli anni '80 costituiscono il periodo di maggior espansione delle operazioni di *leveraged buy-out* negli Stati Uniti: a solo scopo esemplificativo, tra le più significative operazioni compiute in questo periodo, si possono ricordare le acquisizioni di *Safeway Stores Inc* (catena di supermercati) e di *Beatrice Companies* (una delle più importanti aziende americane di allora attive nel settore alimentare). Tali società furono entrambe bersaglio di operazioni di LBO realizzate nel 1986 ad opera di *KKR & Co. L.P.* (precedentemente conosciuta come *Kohlberg Kravis Roberts & Co.*, di seguito, “KKR”), società costituita nello Stato di New York nel 1976, che tuttora gestisce fondi di *private equity* ed è specializzata in operazioni di *leveraged buy-out*.

Si trattò allora di considerevoli acquisizioni, concluse per diversi miliardi di dollari¹². Tuttavia, tra le altre operazioni di *merger and acquisition (M&A)* che ebbero luogo a *Wall Street* in quegli anni, l'operazione più importante fu indubbiamente il LBO della *RJR Nabisco* (in seguito, “Nabisco”), una multinazionale statunitense attiva nel settore alimentare e del tabacco, quotata alla Borsa di New York

¹¹ G. DINACCI, S. PAGLIANTINI, *I contratti per il finanziamento dell'impresa*, nel *Tratt. dir. econ.*, VII, Padova 2009, p. 331.

¹² Come previsto dall'accordo finale siglato nel novembre 1986, Safeway fu acquisita da KKR per 4,25 miliardi di dollari. L'operazione lasciò a carico della catena di supermercati un debito di 5,75 miliardi di dollari, che fu ripagato prevalentemente attraverso la vendita di *asset*: Safeway disponeva di 2326 negozi nel luglio 1986; soltanto due anni dopo, questi si erano ridotti a 1161. Beatrice fu invece acquisita per 6,2 miliardi di dollari, di cui circa l'85% ottenuto a titolo di finanziamento, in particolare da istituti bancari. Il debito fu rimborsato ricorrendo, anche in questo caso, principalmente a disinvestimenti (in particolare, scorporo e cessione di rami aziendali). Tra l'altro, Beatrice cedette due divisioni molto importanti: Avis, attiva nel mercato dell'affitto di automobili, e Coca Cola Bottling, che realizzava bottiglie per Coca Cola.

(NYSE). Le trattative per il controllo della Nabisco si svolsero in un intervallo di tempo compreso tra i mesi di ottobre e novembre del 1988, caratterizzato da un costante aumento dei costi dell'operazione: l'acquisizione fu conclusa, infatti, dietro pagamento da parte della KKR di un corrispettivo pari a 109 dollari per azione, per un totale di circa 25 miliardi di dollari. Vale la pena notare che di questi solo il 10% fu pagato mediante il proprio capitale; per il rimanente 90%, invece, la KKR fece ricorso a prestiti bancari e *junks bonds* (i cosiddetti titoli spazzatura, ossia obbligazioni dal rendimento elevato, ma caratterizzati anche da un notevole rischio per l'investitore), garantiti dai beni della società acquisita¹³.

Il mercato statunitense dei *leveraged buy-out* subì poi un ridimensionamento negli anni '90, come conseguenza, *inter alia*, delle seguenti concause¹⁴:

- 1) «il crollo di *Wall Street* del 9 ottobre 1987, che indirizza inevitabilmente l'interesse degli operatori di borsa verso ristrutturazioni e ridimensionamenti societari, piuttosto che verso operazioni di acquisizione e *take-overs*»;
- 2) i «numerosi scandali [scoppiati alla fine degli anni '80] implicanti possibili *insider tradings* da parte dei maggiori finanziatori», con conseguente collasso del mercato dei *junk bonds* e fallimento delle transazioni ad essi collegate;
- 3) la «diminuzione del valore delle attività aziendali», derivante dal rallentamento generale dell'economia;
- 4) «la diminuzione dei prestiti bancari e dei finanziamenti concessi mediante *junk bonds*», derivante dalla «eccessiva pressione fiscale, che costringe i finanziatori a esigere maggiori garanzie nelle transazioni»;
- 5) l'introduzione nel sistema giuridico statunitense di nuove disposizioni normative volte a regolare le c.d. *highly leveraged transactions* (i.e. le transazioni caratterizzate da un alto

¹³ Per maggiori dettagli sull'operazione descritta, si rinvia a *RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout*, Michel, Allen; Shaked, Israel, *Financial Analysts Journal*; Sep/Oct 1991; 47, 5; ABI/INFORM Global.

¹⁴ Evidenziate da B. BERTINI, *Lbo e Mbo: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, cit., pp. 1451-1452.

livello di indebitamento), ai sensi delle quali viene subordinata «la concessione di un finanziamento da parte di istituti di prestito, di risparmio o di *commercial banks* a un conferimento minimo del 25% del capitale».

Dopo questa fase di regresso, il *leveraged buy-out* tornò in auge alla fine degli anni '90, riprendendo un andamento costantemente crescente negli anni successivi.

La tecnica finanziaria in esame sbarcò presto anche in Europa, in primo luogo nel Regno Unito, per poi diffondersi in un secondo momento, in misura graduale, anche nel resto del Vecchio Continente.

Per quanto concerne in particolare l'Italia, l'impatto del *leveraged buy-out* si verificò soltanto alla fine degli anni '80, quando furono realizzate considerevoli operazioni finanziarie basate proprio sullo schema tipico del LBO. Tra queste, si segnalano l'offerta pubblica di acquisto e di scambio (OPAS) della Olivetti S.p.A. (società attiva nel settore dell'*information technology*) su Telecom Italia S.p.A. (attiva nel campo delle telecomunicazioni¹⁵) e l'acquisizione di Autostrade Concessioni e Costruzioni S.p.A. ad opera del gruppo societario Benetton¹⁶.

Dopo diversi anni di crescita continua a livello internazionale, tutte le operazioni di acquisizione (inclusi quindi i *leveraged buy-out*) hanno subito un drastico calo nel

¹⁵ Nel giugno 1999, Olivetti S.p.A. (attraverso la controllata Tecnost S.p.A.) ha conseguito una partecipazione in Telecom Italia S.p.A. pari al 51,02% del capitale sociale di quest'ultima. L'offerta pubblica di acquisto e scambio fu conclusa mediante il pagamento di una somma complessivamente pari a 61.000 miliardi di lire, ottenuta dalla Olivetti prevalentemente mediante finanziamenti bancari. Al fine di ripagare il debito contratto per l'acquisizione, si procedette alla fusione tra il veicolo societario Tecnost e la Olivetti S.p.A., oltre alla cessione delle partecipazioni in Omnitel e Infostrada.

¹⁶ Autostrade Concessioni e Costruzioni S.p.A. fu oggetto di privatizzazione nel 1999 mediante un'offerta pubblica di vendita: mentre il 70% delle azioni fu stato collocato tra pubblico, invece il 30% fu acquistato dalla società Schemaventotto S.p.A. Successivamente, la Schemaventotto S.p.A. ha lanciato nel febbraio 2003 un'offerta pubblica di acquisto e scambio (mediante il veicolo Newco28 S.p.A.), per l'acquisto delle restanti azioni non possedute, finanziandosi quasi esclusivamente mediante ricorso al sistema creditizio. Nel settembre 2003, la Newco28 ha poi incorporato la società *target*, mutando la propria denominazione sociale in Autostrade S.p.A.

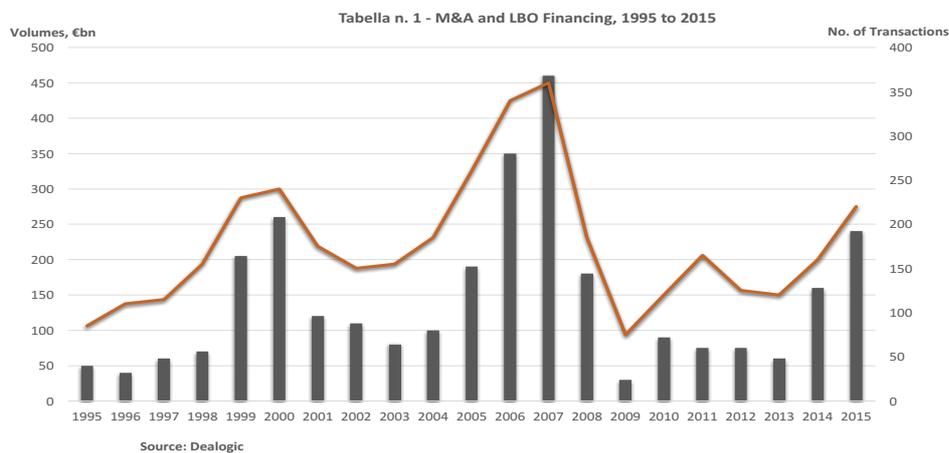
corso del triennio 2007-2009¹⁷, in seguito alla crisi dei mutui *subprime*, salvo poi mostrare nel 2010 una lenta ripresa¹⁸.

Ovviamente, gli effetti di tale ripresa sono stati diversi a seconda della zona geografica interessata. A titolo esemplificativo, per quanto concerne in particolare l'Europa Occidentale¹⁹, la ripresa si è mantenuta stabile nel periodo compreso tra il 2010 e il 2013, salvo conseguire un nuovo significativo incremento nel 2014 (in cui il volume di miliardi spesi in operazioni di LBO è pressoché raddoppiato rispetto al 2013); l'andamento crescente si è peraltro confermato anche nel 2015, in cui sono stati spesi quasi 250 miliardi di euro per realizzare operazioni di *leveraged buy-out*.

¹⁷ Non a caso, in quegli anni sono precipitati anche i volumi di finanziamenti diretti al compimento di operazioni di LBO: «*After reaching record levels in the US (€215bn) and Europe (€140bn) in 2007, loan volumes for LBO transactions plummeted in 2008 by a staggering 82% in the US (to €38bn) and 65% in Europe (to €49bn). The following year – 2009 – saw another 56% decrease in US loan issuance and 90% drop in European values. As a result, LBO loan issuance in 2009 – at barely more than €20bn combined for the US and Europe – was significantly lower than the previous trough in 2001*»; tratto da *2010 EVCA Buyout Report. An EVCA Research Paper – October 2010*, disponibile sul sito www.evca.eu. L'EVCA è l'acronimo di European Private Equity and Venture Capital Association.

¹⁸ «(...) il 2010 si configura come il miglior anno *post* crisi finanziaria globale. Secondo i primi dati disponibili, infatti, nel 2010 il segmento dei buy out è stato caratterizzato da 2.171 operazioni, per un valore aggregato di 204,9 miliardi di Dollari, pari ad un incremento, rispetto al 2009, del 38% in termini di numero e del 130% in termini di valore»; tratto da Consorzio Camerale Credito e Finanza, *Newsletter* n. 24, anno IV, marzo 2011, pp. 3-4.

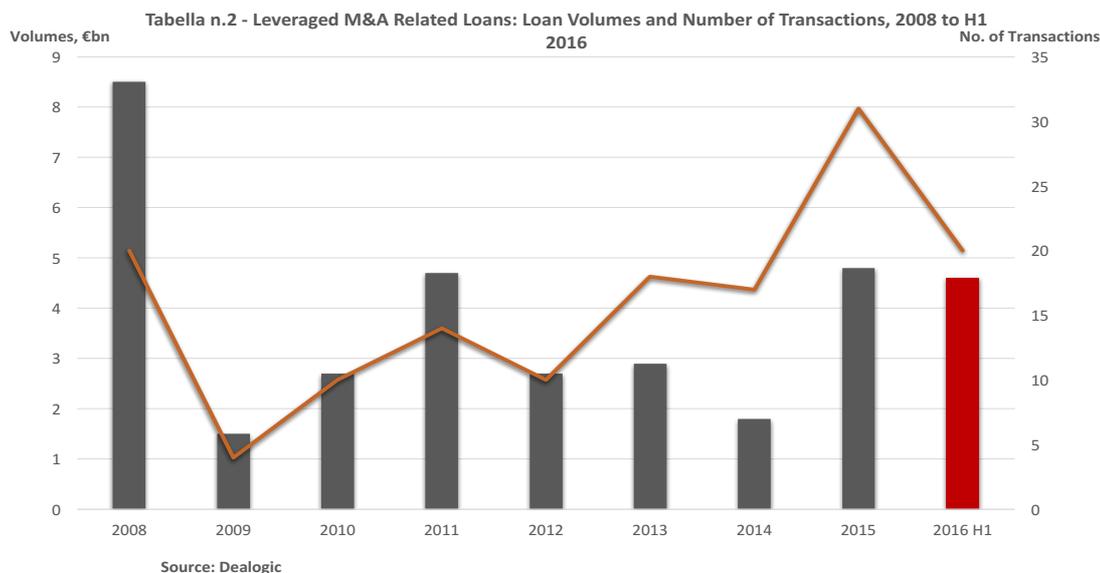
¹⁹ Ai fini del presente elaborato, per «Europa Occidentale» si intende: Austria, Belgio, Francia, Germania, Irlanda, Lichtenstein, Lussemburgo, Paesi Bassi e Svizzera.



I dati di cui alla Tabella n. 1²⁰ sono peraltro in linea con le statistiche relative all'Italia. Infatti, la Tabella n. 2²¹ mostra che anche nello Stato italiano si è registrato un significativo calo delle operazioni di LBO negli anni della crisi finanziaria: si è passati da un volume di circa 8 miliardi di euro nel 2008 (per un totale di quasi trentacinque operazioni) ad un volume di neanche 2 miliardi di euro nel 2009 (per un totale di quasi dieci operazioni). I dati relativi agli anni successivi mostrano incrementi isolati negli anni 2011 e 2015 (volume di 5 miliardi di euro), mentre negli anni 2012, 2013 e 2014 il volume di affari ammonta ad un valore medio di circa 2,5 miliardi di euro. Per quanto concerne il 2016, invece, nel primo semestre sono state realizzate più di quindici operazioni per un volume di 4,7 miliardi di euro: si può quindi notare come in un solo semestre siano state pressoché eguagliate le cifre relative all'intero 2015.

²⁰ Fonte: Dealogic.

²¹ Fonte: Dealogic.



3. Le varianti del *leveraged buy-out*

Tralasciando per un momento il *merger leveraged buy-out*, cui si è fatto cenno in precedenza e che sarà oggetto di ampia ed approfondita trattazione in seguito²², si andranno ora ad analizzare le altre particolari sottocategorie di *leveraged buy-out*.

Tra queste, si segnala anzitutto il *management buy-out*²³: si tratta di una fattispecie di *leveraged buy-out* che si

²² Si veda *infra* il successivo Capitolo II.

²³ Uno studio condotto dall'A.I.F.I. (Associazione italiana del *private equity* e del *venture capital*) ha evidenziato come questa fattispecie di LBO si inserisca perfettamente nel contesto italiano – caratterizzato dalla presenza preminente di piccole e medie imprese a proprietà e conduzione familiare – in quanto favorisce il cambiamento degli assetti proprietari a favore di soggetti con associate capacità professionali (conclusa l'operazione, il management diventa anche proprietario della società acquisita). Per saperne di più, si veda: A.I.F.I., *L'impatto economico dei Management Leveraged Buy-Out – The economic impact of Management Leveraged Buy-Out*, Research Paper, INSEAD, 2001. Sempre a questo proposito, è stato notato che «in congiunture economiche con mercati molto liquidi e bassi tassi di interesse, l'operazione è funzionale all'assunzione del controllo da parte di un *management* dinamico, ma privo di capitali propri, in luogo di azionisti di controllo (o del controllo diffuso tra il pubblico) dotati di minore conoscenza dell'impresa sociale. In particolare la sostituzione nel controllo è utile quando il nuovo gruppo di controllo ha informazioni che lo convincono che la società è eccessivamente diversificata e che le imprese che essa esercita valgono di più smembrate che riunite: appaiono allora opportune redditizie dismissioni, con cui si può ripagare parte dell'indebitamento che ha consentito l'operazione, traendone comunque un profitto residuo e migliorando la generale allocazione delle risorse» (D. PREITE, *I merger*

caratterizza per il fatto di avere come attore principale dell'operazione il *management* interno della società *target* (generalmente guidato da un soggetto esperto in *private equity*²⁴); i *managers* che realizzano il *management buy-out* passano quindi da essere amministratori e dirigenti a diventare veri e propri soci.

All'opposto del *management buy-out*, si trova il *management buy-in*: l'elemento di distinzione risiede nella provenienza dei *managers* che realizzano il *buy-out*, i quali, in questa variante, sono esterni alla società obiettivo. Questa caratteristica determina inevitabilmente un maggior grado di rischio dell'operazione, poiché i promotori del LBO dispongono di una minore conoscenza della società che intendono acquistare²⁵.

È peraltro opportuno sottolineare che, in senso tecnico, si parla di *leveraged management buy-out* (o *buy-in*, a seconda del caso) solo nell'ipotesi in cui il *management* abbia reperito le risorse necessarie ai fini dell'acquisizione ricorrendo in misura preponderante all'indebitamento (cioè mediante finanziamenti concessi da terzi). Esistono, di fatti, anche tipologie di *management buy-out* e *buy-in* in cui i dirigenti reperiscono i fondi per l'acquisizione non mediante l'ottenimento di un finanziamento, bensì attraverso differenti modalità, ad esempio mediante la conversione in *equity* del proprio trattamento di fine rapporto²⁶.

leveraged buy-outs e gli artt. 2357 e 2358 c.c., in *Giur. Comm.*, 1993, 1, p. 105).

²⁴ Negli USA, il concetto di *private equity* «è distinto, in funzione della tipologia di operatore che pone in essere il finanziamento, tra *venture capital* e *buy out* [...]. Al contrario, in Europa, [...] con il termine *private equity* si intendeva l'insieme delle operazioni poste in essere per sviluppare attività esistenti o risolvere problemi connessi con la proprietà di un'impresa, incluso il fenomeno del passaggio generazionale. Oggi, a seguito di un processo di standardizzazione metodologica, anche in Europa e in Italia si aderisce alla definizione utilizzata negli Stati Uniti» (tratto da www.aifi.it).

²⁵ È anche configurabile il *management buy-out e in*: in questa ipotesi, i *managers* che realizzano l'operazione sono in parte interni ed in parte esterni alla *target*.

²⁶ Tuttavia, nella realtà è assai raro che si verifichino operazioni di *management buy-out* e *buy-in* senza ricorso all'indebitamento, poiché in

Nel *leveraged family buy-out* sono i componenti di un gruppo familiare a porre in essere l'operazione di LBO, solitamente al fine di consentire un passaggio generazionale o per separare attività o rami d'azienda fino a quel momento appartenenti ad un medesimo complesso aziendale. La finalità del *family buy-out* è in particolare quella di garantire allo stesso tempo la continuità della gestione familiare ed il ricambio generazionale in favore dei membri della famiglia più motivati o più esperti, prevedendo anche, se opportuno, l'ingresso nell'impresa familiare di soggetti esterni particolarmente competenti. Non a caso, anche nell'ambito del *family buy-out* la famiglia imprenditoriale ricorre di norma all'assistenza di un fondo di *private equity* per la realizzazione dell'operazione²⁷.

L'*employee* (o *workers*) *buy-out* costituisce una variante molto particolare di *leveraged buy-out*, nell'ambito della quale l'acquisizione della società *target* viene posta in essere da parte dei suoi stessi dipendenti (o da parte di un gruppo di essi), attraverso il ricorso al *leveraged ESOP* (*Employee Stock Ownership Plan*)²⁸. La fattispecie in questione risulta largamente diffusa negli Stati Uniti e, per

assenza di finanziamenti le risorse di cui arrivano a disporre i *managers* sono in genere limitate rispetto all'ammontare necessario per la realizzazione dell'acquisizione

²⁷ Questa variante di *leveraged buy-out*, date le sue caratteristiche, risulta particolarmente interessante data la forte presenza di imprese a conduzione familiare nel tessuto produttivo italiano. Per una visione più dettagliata sul tema si veda: N. CANESSA, *Family governance: la continuità dell'impresa. Il passaggio generazionale*, Milano, 2006, pp. 184-193; G. IUDICA, *Il Family buy out come strumento di preservazione del valore dell'impresa nella successione mortis causa*, Convegno di studio in onore del Prof. Angelo Falzea, Messina 4-7 giugno 2002, in *Scienza e insegnamento del diritto civile in Italia*, Milano, 2004, p. 597.

²⁸ L'ESOP è di per sé un piano di azionariato che consente di trasferire ai dipendenti azioni dell'impresa per la quale lavorano. Il piano viene attuato attraverso la costituzione di un fondo fiduciario (di norma si tratta di un *trust*) da parte dell'azienda (detta *Sponsor Society*) a favore dei propri lavoratori; tale fondo è finanziato dall'impresa promotrice mediante il versamento di contributi sotto forma di titoli azionari o di capitali (successivamente utilizzati per acquistare le azioni dell'impresa stessa); spesso si ricorre ad una combinazione di contributi e prestiti aziendali. L'ESOP diventa "*leveraged*" quando il fondo, per acquistare le azioni dell'impresa promotrice, ricorre a finanziamenti erogati da banche o dall'impresa stessa, la quale a sua volta chiede denaro in prestito alla banca o ad altri finanziatori.

contro, poco frequente in Europa, con qualche sporadica eccezione relativa alla Gran Bretagna, all'Irlanda e ad alcuni paesi dell'Europa Orientale²⁹.

Il *corporate buy-out* si contraddistingue per il fatto di coinvolgere – sia sotto il profilo del soggetto che realizza l'acquisizione che sotto il profilo della società bersaglio – imprese appartenenti al medesimo gruppo societario. Tale circostanza determina inoltre che le operazioni di *corporate buy-out* difficilmente prevedono la costituzione di una *newco*, poiché generalmente si preferisce utilizzare (in funzione di veicolo) una società del gruppo già esistente. Il *corporate buy-out* mira sostanzialmente a perseguire finalità di riorganizzazione e ristrutturazione degli assetti patrimoniali infragruppo, come snellire strutture patrimoniali inefficienti presenti all'interno del gruppo aziendale.

Si individua poi l'*institutional buy-out*, il quale si caratterizza per il fatto che «l'operazione è orchestrata o comunque vede la partecipazione preponderante di investitori professionali»³⁰, per tali intendendosi in primo luogo sia fondi di *private equity* che fondi di *venture capital* (che, come detto, spesso intervengono nelle operazioni di *family buy-out*, *management buy-out* e *management buy-in*). Generalmente, gli investitori professionali realizzano un'operazione di *institutional buy-out* «con l'intento di valorizzare l'azienda e poi o cederne le quote sul mercato secondario ad altri fondi, o collocarle presso operatori commerciali»³¹. Come alternativa funzionale all'uscita dall'investimento, i fondi in questione

²⁹ Per una visione più completa sul tema, si rimanda a R. CARAGNANO, G. CARUSO, *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier dell'Adapt (Associazione per gli Studi Internazionali e Comparati sul Diritto del lavoro e sulle Relazioni Industriali), 2010, 1. Il documento citato offre una panoramica sull'ESOP in generale e sull'ESOP inserito nell'ambito delle operazioni di *leveraged buy-out*, con particolare attenzione al contesto e alla normativa italiana.

³⁰ Tratto da S. A. CERRATO, *Le operazioni di leveraged buy out*, in AA. VV., *Le operazioni societarie straordinarie*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2011, p. 534.

³¹ E. TARTAGLIA, *Leveraged Buy Out. Rischi ed opportunità*, Maggioli Editore, 2009, p. 134.

possono anche organizzare una IPO (*Initial public offering* – Offerta pubblica iniziale). In considerazione di queste caratteristiche, si comprendono i motivi per cui l'*institutional buy-out* ha in genere una durata limitata in un arco di tempo compreso tra cinque e sette anni.

Si parla, invece, di *fiscal buy-out* quando il ricorso alla leva finanziaria è motivato esclusivamente dal perseguimento di vantaggi di natura fiscale. Le particolarità e le criticità di tale fattispecie di LBO risiedono «nell'assenza di un cambio effettivo del controllo, poiché i soci della *newco* sono i medesimi della *target*: l'effetto pratico dell'operazione consiste, dunque, nella distribuzione di valori del patrimonio netto *in assenza delle condizioni che la legittimerebbero* e con elusione della disciplina contabile e fiscale applicabile, il che suscita una seria questione di nullità dell'intera operazione (quantomeno) per frode alla legge³²».

A volte, l'operazione di LBO viene posta in essere attraverso la costituzione di due *newco* (si parla, infatti, di *dual newco*). Nel dettaglio, la *newco* 1 contrae il debito necessario per realizzare l'acquisizione della *target*; la *newco* 2 (in cui confluiscono a titolo di capitale – capitale sociale e riserva legale – la maggior parte delle finanze della *newco* 1) procede invece all'acquisizione del pacchetto di controllo della società bersaglio, arrivando così a disporre della maggioranza necessaria per deliberare la fusione per incorporazione della *target* nella *newco* 2. La *newco* 1 ottiene così il controllo della società *post-fusione* (*newco* 2 e *target*). Questo complesso procedimento di LBO era stato pensato, in sostanza, per non cadere nella violazione dell'art. 2358 c.c., in quanto a fondersi non era la società indebitata, ma l'altra, quella capitalizzata.

Un'ipotesi molto particolare di LBO consiste nell'*asset sale* (altresì chiamata «tecnica *Oppenheimer*», dal nome della banca d'investimento che per prima ha sperimentato questa

³² *Ibidem*. Sul punto, si veda anche P. CARRIERE, *Le operazioni di leveraged cash-out: spunti critici*, in *Soc.* 2005, 6, p. 716 ss.

tecnica). Oggetto dell'acquisizione non è il pacchetto di controllo della *target*, bensì l'azienda intesa in senso fisico, ossia i cespiti patrimoniali (*assets*) e le passività³³. Dal punto di vista del diritto italiano, tale operazione rientra dunque nell'ambito di applicazione degli artt. 2556-2560 c.c.³⁴, che disciplinano l'acquisto d'azienda. Ai fini dell'attuazione dell'*asset for sale*, risulta interessante evidenziare che l'art. 2560 c.c. (*Debiti relativi all'azienda ceduta*) prevede che «l'alienante non è liberato dai debiti, inerenti all'esercizio dell'azienda ceduta, anteriori al trasferimento, se non risulta che i creditori vi hanno consentito. Nel trasferimento di un'azienda commerciale risponde dei debiti suddetti anche l'acquirente dell'azienda, se essi risultano dai libri contabili obbligatori». Discende, pertanto, che a seguito dell'acquisizione, l'esposizione debitoria della società bersaglio potrà suddividersi in tre categorie: *i*) debiti anteriori al trasferimento di cui sono responsabili in solido l'alienante e l'acquirente *ex art. 2560*, comma 1, c.c.; *ii*) debitori anteriori al trasferimento risultanti dai libri contabili obbligatori di cui sono responsabili in solido l'alienante e l'acquirente *ex art. 2560*,

³³ Sull'argomento, si veda anche F. BARDI, *op. cit.*, p. 11: «*The transaction [la tecnica Oppenheimer] consists of the establishment of a new company (Newco) by the potential buyer [...] the purpose of which however is that of acquiring from the target firm, not the majority share capital but only individual assets or specific business units via spin-off from the transferring legal entity*».

³⁴ L'art. 2556 c.c. stabilisce che i contratti aventi ad oggetto il trasferimento della proprietà o il godimento dell'azienda devono essere provati per iscritto (forma *ad probationem*) «salva l'osservanza delle forme stabilite dalla legge per il trasferimento dei singoli beni che compongono l'azienda o per la particolare natura del contratto»; tali contratti devono poi essere depositati per l'iscrizione nel registro delle imprese entro 30 giorni. L'art. 2557 c.c. sancisce invece il divieto di concorrenza a carico dell'alienante di un'azienda, fermo restando che tale divieto è limitato sotto il profilo temporale (cinque anni dal trasferimento), spaziale e oggettuale (il divieto ha per oggetto l'inizio di «una nuova impresa che per l'oggetto, l'ubicazione o altre circostanze sia idonea a sviare la clientela dell'azienda ceduta»). L'art. 2558 sancisce la successione dell'acquirente nei contratti stipulati per l'esercizio d'impresa che non abbiano carattere personale, salvo diverso accordo delle parti. Infine, in tema di cessione dei crediti, l'art. 2559 afferma che «la cessione dei crediti relativi all'azienda ceduta, anche in mancanza di notifica al debitore o di sua accettazione, ha effetto, nei confronti dei terzi, dal momento dell'iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese. Tuttavia il debitore ceduto è liberato se paga in buona fede all'alienante».

comma 2, c.c.; *iii*) debiti anteriori al trasferimento di cui è responsabile il solo acquirente (poiché si tratta del debito contratto per realizzare l'acquisizione).

L'analisi delle diverse fattispecie di LBO si conclude citando il *leveraged secondary buy-out*, il quale «consiste in una operazione straordinaria nella quale un'impresa partecipata da un operatore di *private equity* viene ceduta ad un secondo operatore professionale della medesima natura del primo»³⁵. La particolarità di questa ipotesi di LBO risiede, pertanto, nel fatto che l'operazione di acquisizione mediante indebitamento ha per oggetto una società già acquisita con la medesima tecnica; si segnala che generalmente, i promotori di queste duplici acquisizioni sono fondi di *private equity*.

4. Il *leveraged buy-out* in altri ordinamenti comunitari

Sino all'intervento del legislatore comunitario mediante l'adozione della Direttiva 2006/68/CE, in Europa le operazioni di *leveraged buy-out* si sono diffuse in un contesto di incertezza giuridica, essendo prive «di una propria identità tipologica» e non inquadrare «nelle tradizionali categorie giuscommercialistiche»³⁶.

A titolo esemplificativo, si richiamano la dottrina e la giurisprudenza francese sul tema³⁷, le quali ritengono che il LBO debba inquadrarsi fra le tecniche di scalata al potere nelle società di capitali. A differenza della concezione classica statunitense (ai sensi della quale l'ipotesi tipica di LBO è il *merger leveraged buy-out*), secondo la visione francese, lo schema classico del *leveraged buy-out* non include anche la

³⁵ O. ROGGI, V. INGENITO, *Il fenomeno del Secondary Buy Out in Italia nel 2006, un'anomalia nello sviluppo del private equity? Evidenze empiriche e prime riflessioni sul modello interpretativo*, in *Studi e Note di Economia*, 2008, 3, p. 526.

³⁶ S.A. CERRATO, *op. cit.*, p. 537.

³⁷ Per approfondimenti, si rimanda a CHARVÉRIAT e COURET, *Sociétés Commerciales*, Levallois, 2007, n. 25632, p. 1275; GERMAIN, *Les sociétés commerciales*, in AA.VV., *Traité de droit commercial Ripert – Roblot*, sous la direction de GERMAIN, v. I, t. 2, 18a ed., Paris, 2002, n. 2000, p. 671 s. In giurisprudenza si veda, *inter alia*, Cass. crim., 24 juin 1991, in *Rev. jur. droit affair*, 1991, p. 784.

fase finale della fusione tra *newco* e *target*, la quale viene anzi considerata come una mera eventualità. Ciò deriva da due ordini di ragioni: *i*) le agevolazioni previste dalla legislazione tributaria francese in tema di interessi passivi del debito di acquisizione; *ii*) il divieto di *financial assistance* nella sua formulazione originaria *ex art. 217-9 loi n. 66-537 du 24 juillet 1966*. Prima dell'intervento del legislatore comunitario, gli interpreti francesi non avevano, tuttavia, preso in considerazione solo il rischio di *financial assistance*: infatti il *leveraged buy-out* era stato altresì «additato come operazione portatrice di potenziali abusi di maggioranza o di abusi di potere, sia nel momento della fusione [...] sia – qualora non si faccia luogo alla fusione – nella decisione di rimborsare il debito da acquisizione attraverso massicce distribuzioni di utili o riserve da parte della *target*»³⁸. Nel tempo, l'ordinamento francese ha mostrato maggiori aperture verso la tecnica del LBO, anzitutto con la *loi n. 84-578 du 9 juillet 1984 sur le développement de l'initiative économique* (legittimando così il *management buy-out*), e quindi nel 2001, inserendo all'interno del *code de commerce* l'esenzione dal divieto di assistenza finanziaria.

Analoghe criticità erano sorte anche nell'ordinamento inglese, in cui il *leveraged buy-out* veniva criticato per la presunta incompatibilità col divieto (assoluto) di assistenza finanziaria sancito ai sensi della *Section 54 del Companies Act 1948*. In seguito, il recepimento della Direttiva 77/91/CEE (*Section 153 del Companies Act 1985*) ha determinato l'introduzione di una casistica di esenzioni dal divieto di *financial assistance*³⁹. Peraltro, nonostante lo scarso successo

³⁸ S.A. CERRATO, *op. cit.*, p. 538.

³⁹ In particolare, non era proibita l'assistenza finanziaria *i*) se aveva carattere accidentale e secondario nel quadro di una più ampia operazione; *ii*) se era prestata in buona fede nell'interesse della società; *iii*) se la concessione di prestiti o di garanzie rientrava nell'attività caratteristica prevista dall'oggetto sociale; *iv*) se era finalizzata all'acquisto da parte dei dipendenti di quote di partecipazione nelle società in cui prestano la propria attività lavorativa. Ulteriori disposizioni erano poi specificatamente previste per le *public companies*. La disciplina attuale è

di tale tecnica finanziaria nel Regno Unito, il *City Panel on Take-over and Mergers* (un organismo di autodisciplina) ha ritenuto opportuna l'introduzione di apposite regole di condotta ispirate alla tutela dei soci di minoranza e dei creditori sociali e volte a garantire la massima trasparenza in tutte le fasi dell'operazione.

Anche nel contesto dell'ordinamento spagnolo, la maggioranza della dottrina riteneva che il *leveraged buy-out* fosse in contrasto con il divieto di assistenza finanziaria tipizzato all'art. 81 della *Ley de Sociedades Anónimas* del 1989. Il quadro normativo ha subito delle modifiche in sede di recepimento della Direttiva 77/91/CEE, la quale ha avuto l'effetto di un'attenuazione del divieto di *asistencia financiera*. Infatti, in forza del *Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio*, l'ordinamento spagnolo ammette due esenzioni a tale divieto, concernenti, rispettivamente, le operazioni finalizzate a favorire l'azionariato dei dipendenti e le operazioni correnti compiute da banche o istituti di credito.

Infine, per quanto concerne l'esperienza tedesca anteriore all'adozione della Direttiva 2006/68/CE, la dottrina aveva prevalentemente assunto posizioni fortemente contrarie con il LBO. L'argomentazione principale risiedeva nel fatto che – secondo la maggioranza degli autori – tale tecnica finanziaria rientrasse nel dominio del divieto di assistenza finanziaria espressamente previsto dal par. 71 *AktG*. In aggiunta, gli autori tedeschi si erano altresì soffermati sul rischio di abusi da parte della maggioranza, incentivando così un'ampia interpretazione del divieto legale in modo da sanzionare anche le operazioni volte ad eludere il divieto suddetto.

5. Vantaggi e svantaggi del *leveraged buy-out*

Come detto, la caratteristica principale delle operazioni di *leveraged buy-out* è che l'(elevato) indebitamento contratto dalla *newco* viene di fatto a gravare sulla società bersaglio una

invece oggi sancita nella *Part 18, Chapter 2 (Sections 677-683)* del *Companies Act 2006*.

volta perfezionata l'acquisizione; siffatto indebitamento può, da un lato, favorire la redditività della società bersaglio, ma dall'altro può avere l'effetto di incrementarne il rischio finanziario. Proprio in ragione di tali eventualità, sono stati condotti molteplici studi sui possibili vantaggi e svantaggi correlati alle operazioni di LBO.

Secondo talune ricerche, il *leveraged buy-out* sarebbe una tecnica finanziaria «socialmente utile in quanto crea ricchezza, con impegno, grande professionalità e volontà di sviluppo, si crea valore e si evitano rischi di indebolimento competitivo, di “appassimento” imprenditoriale e di impoverimento delle nostre imprese»⁴⁰.

Analogamente, si è affermato che «gli LBOs rimettono in circolo liquidità destinata a finanziare investimenti evidentemente più allettanti dal punto di vista degli azionisti che s'inducono a vendere; d'altro canto, la società resta nelle mani di chi ritiene di poterla valorizzare in massimo grado»⁴¹. In altre parole, si intende sottolineare che le operazioni di *leveraged buy-out* sono funzionali a consentire un'allocazione delle risorse secondo un criterio di efficienza, ossia a beneficio di quei soggetti che sono in grado di valorizzare tali risorse, favorendo in questo modo l'incremento dei risultati operativi⁴², senza necessariamente penalizzare l'occupazione o gli investimenti.

Un altro possibile vantaggio messo in luce dagli interpreti consiste nel fatto che «gli LBOs consentono di ridurre il costo del capitale, quante volte l'onere da indebitamento risulti meno oneroso del ricorso all'*equity*»⁴³. Questa

⁴⁰ P. COLONNA, G. CARISSIMO, H. U. WENZEL, N. D'ANSELMO, M. SPISNI, *Da manager a imprenditori: esperienze di MBO*, in *Economia & Management*, 2003, 1, p. 19.

⁴¹ R. PARDOLESI, *Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giur. comm.*, 1989, 3, p. 416.

⁴² Sul punto, si veda F. DI PRETORO, W. FELICIANI, *Operazioni di Merger Leverage Buy-out: pro e contro*, in *Dir. prat. soc.*, 10, 2011, p.22.

⁴³ R. PARDOLESI, *Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)*, cit., p. 416. Peraltro, l'affermazione del Pardolesi riguardante il rapporto tra LBO e costo del capitale deve essere interpretata altresì in considerazione dell'inopinabile circostanza che all'aumentare

considerazione muove, in particolare, dal principio secondo cui le ripercussioni dell'indebitamento sulla redditività dell'impresa non sono negative *apriori*, ma anzi dipendono dal modo in cui il debito viene utilizzato nel contesto dell'attività d'impresa. Il ricorso al debito, infatti, può apportare benefici alla redditività del capitale proprio, in funzione del rapporto tra redditività dell'investimento finanziato e il tasso di interesse corrisposto sul finanziamento. Tale beneficio viene definito «effetto di leva finanziaria» e si esplica quando i vantaggi derivanti dall'investimento (i.e. l'acquisizione della *target*) sono superiori al costo dell'indebitamento (cioè gli interessi relativi al finanziamento ed altri oneri accessori).

È stato inoltre osservato che nel contesto di un LBO l'indebitamento può anche costituire uno «strumento di controllo» sull'operato degli azionisti, consentendo di ridurre i costi d'agenzia (o *agency costs*, ossia l'insieme dei costi sostenuti dagli azionisti per tenere sotto controllo il comportamento degli amministratori – al fine di scongiurare il pericolo che le scelte strategiche di questi ultimi siano dettate da motivazioni egoistiche –), in quanto induce gli amministratori a «pagare dividendi piuttosto che imbarcarsi in investimenti *sub* ottimali»⁴⁴. Peraltro, l'impatto sugli *agency costs* è stato analizzato anche da una diversa prospettiva, quella derivante dalla riunificazione della proprietà e del governo aziendale. Infatti, nel contesto di operazioni quali *management buy-out*, *family buy-out*, *workers buy-out*, i *managers*, i familiari e i dipendenti, a seguito dell'acquisizione, modificano in modo sostanziale il loro *status* all'interno della società, ed iniziano a svolgere funzioni imprenditoriali in qualità di soci/proprietari: ciò comporta il venir meno della necessità di sostenere costi di agenzia, poiché il ruolo imprenditoriale e la

dell'indebitamento aumenta anche il rischio per l'impresa. Discende che sarebbe errato affermare che all'impresa conviene indebitarsi sempre e comunque a livelli altissimi, piuttosto che finanziarsi attraverso mezzi propri.

⁴⁴ R. PARDOLESI, *Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)*, cit., pp. 416-417.

condizione di proprietario vengono unificati in capo ad un unico soggetto.

Ancora, è stato evidenziato che «gli LBOs contribuiscono a fluidificare il mercato del controllo societario», in quanto agevolano «il rinnovamento organizzativo ed il ricambio della compagine manageriale quand'essa si riveli inadeguata ai propri compiti»⁴⁵. A questo proposito, si può notare come tale vantaggio riconducibile al *leveraged buy-out* tenda ad avere un riscontro sia in dottrina (la quale spesso si riferisce a concetti quali «riorganizzazione aziendale» e «razionalizzazione produttiva»), che in giurisprudenza (che spesso ha giudicato la liceità delle operazioni di (*merger*) *leveraged buy-out* in base alla sussistenza di esigenze di carattere societario e imprenditoriale)⁴⁶. In questo senso, l'attuazione di cambiamenti concernenti sia l'organizzazione aziendale che l'assetto proprietario consente, da una parte, di ridurre la distanza tra proprietà e governo dell'impresa, e dall'altra di immettere nuove risorse imprenditoriali in grado di condurre l'impresa.

Inoltre, la conoscenza empirica ha consentito di rilevare che la concessione del prestito nell'ambito di un'operazione di *leveraged buy-out* può altresì determinare un'anticipazione della fase di crescita della società acquisita, poiché il supporto finanziario permette di investire e realizzare iniziative che altrimenti sarebbero differite a momenti successivi.

Se da una parte sono state esaltate le finalità e le externalità positive del *leveraged buy-out*, dall'altra si è discusso con altrettanta intensità sui profili di criticità di tale tecnica di acquisizione.

Molti esperti si sono soffermati, infatti, sull'aspetto più delicato – nonché principale – del LBO, ossia che l'intera operazione si basa essenzialmente sulle risorse e sulle potenzialità – inclusa la capacità di indebitamento – non della

⁴⁵ R. PARDOLESI, *Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)*, cit., p. 417.

⁴⁶ Sul punto si veda *infra* il successivo Capitolo II.

newco (la società che contrae il debito), bensì della società acquisenda. L'avversione ai rischi connessi ad un elevato indebitamento e all'idea che l'acquirente pagasse il debito contratto per l'acquisizione col denaro della società acquisita hanno indotto molteplici esperti a considerare il *leveraged buy-out* come un'operazione «anomala»⁴⁷. Gli oppositori hanno affermato, in aggiunta, che la tecnica finanziaria in esame comporta inevitabilmente una pericolosa situazione di indebitamento eccessivo in capo alle società *target*, con la conseguenza di indebolirne (soprattutto in periodi di recessione) la struttura economica e provocare un effetto moltiplicatore con pregiudizio per le altre imprese appartenenti allo stesso settore di mercato. In considerazione di ciò, alcuni economisti hanno anche ritenuto che tra le cause della crisi finanziaria del 2008 vi fosse, tra l'altro, il fallimento di alcune società per eccessivo indebitamento contratto a fini di acquisizione⁴⁸.

Altri hanno posto in evidenza che i benefici correlati al *leveraged buy-out* (ad esempio gli incrementi di efficienza operativa e la riduzione dei costi di agenzia) vanno ad esclusivo vantaggio degli azionisti e degli investitori, ma non si estendono anche ai lavoratori. Al contrario, a causa dell'aumento del rischio operativo e finanziario derivante dall'indebitamento, si determinerebbe uno squilibrio aziendale pregiudizievole, in senso economico, nei confronti dei lavoratori, i quali subirebbero riduzioni salariali e occupazionali.

Un ulteriore aspetto critico inerente al LBO è la possibilità che l'operazione sia realizzata esclusivamente per finalità speculative. Ciò si verifica laddove l'acquisizione della *target* sia posta in essere al solo fine di ripagare i debiti e

⁴⁷ «[...] l'operazione di MLBO è caratterizzata da un *indebitamento anomalo*; infatti in sede di fusione, sostanzialmente, il debito finisce per essere trasferito sul *patrimonio della società acquisita*, pur non essendo inerente ad essa o alla sua attività», tratto da M. CONFALONIERI, *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Milano, 2017, p. 104.

⁴⁸ P. DI SANTOLO SCOTTO, *L'operazione di Leveraged Buy-out: una discussa opportunità di ristrutturazione aziendale*, in *Rivista On-line Innovazione & Diritto*, 4, 2010, p.91 ss.

alienare gli *assets* più importanti in modo da ricavare un corrispettivo superiore rispetto al costo globale dell'operazione. Le medesime considerazioni valgono anche per l'ipotesi in cui il *leveraged buy-out* sia volto unicamente all'eliminazione dal mercato di una società concorrente: ossia quando, dopo aver acquistato la *target*, ne viene deliberata la liquidazione al fine di rimborsare il finanziamento precedentemente contratto dalla *newco*.

CAPITOLO II

IL *MERGER LEVERAGED BUY-OUT*: PROFILI CRITICI E CONSIDERAZIONI DELLA DOTTRINA E DELLA GIURISPRUDENZA

1. Premessa. Compatibilità con le disposizioni del Codice civile

Sin dalle prime apparizioni sul mercato, le operazioni di *merger leveraged buy-out* sono state oggetto di critiche ad opera sia della dottrina che della giurisprudenza italiane.

L'argomento principale su cui si è fondamentalmente «concentrato il dibattito giuridico riguarda la fase finale e più eclatante dell'operazione, nella quale, in conseguenza della fusione, la società bersaglio si accolla il debito contratto dalla società acquirente per realizzare la sua acquisizione»⁴⁹. In particolare, parte della dottrina e della giurisprudenza contestava la liceità del *merger leveraged buy-out* sostenendo che tale operazione finanziaria presupponesse il compimento di una serie di atti giuridici – di per sé assolutamente leciti – che, considerati nel complesso, risultavano tesi ad aggirare il divieto di *financial assistance*⁵⁰, posto dall'art. 2358 c.c.

⁴⁹ L. RUSSO, *op. cit.*, p. 2293.

⁵⁰ «Il divieto di assistenza finanziaria [...] è comunemente interpretato come un divieto per la società di prestare assistenza o garanzia finanziaria a favore del socio o terzo che acquisisca o sottoscriva le proprie partecipazioni, al fine di evitare un annacquamento del capitale, ovvero di assicurare la neutralità della società nella determinazione della compagine sociale, ovvero ancora per garantire la destinazione produttivistica del patrimonio sociale. La portata del divieto, inteso nella sua accezione più ampia, comprende qualsiasi operazione posta in essere dalla società al fine di rendere meno oneroso, *sotto il profilo finanziario*, l'acquisto o la sottoscrizione di azioni o quote, mediante finanziamenti diretti, anticipazioni, ovvero garanzie. Funzionalizzando la portata applicativa della norma alla sua *ratio*, accanto all'ipotesi pacificamente vietata del *prestito* diretto, finalizzato all'acquisto delle proprie partecipazioni, è ritenuto altresì ricompreso nel divieto in esame un qualsiasi pagamento da parte della società all'acquirente/sottoscrittore che, pur dovuto, non è ancora esigibile, ovvero la stipula di un negozio tra la società e l'acquirente/sottoscrittore che prevede un corrispettivo eccessivo, laddove il pagamento anticipato o eccessivo rappresentano appunto una

La dubbia compatibilità tra la tecnica del *merger leveraged buy-out* e l'art. 2358 c.c. è una questione che è stata dibattuta fino all'ultima modifica dell'articolo in questione, risalente al 2008; modifica che ha, almeno parzialmente, fugato i dubbi riguardo al rapporto tra MLBO e divieto di assistenza finanziaria.

Più precisamente, la formulazione dell'art. 2358 c.c.⁵¹, come sancita ai sensi del d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*), stabiliva quanto segue: «La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie (comma 1). La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia (comma 2)». L'unica deroga a tali disposizioni era prevista, entro certi limiti, nell'ipotesi di operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di società controllate o controllanti⁵².

Il primo comma dell'art. 2358 c.c. sanciva dunque il c.d. «divieto di assistenza finanziaria» delle società per azioni;

assistenza finanziaria» (tratto da C. CINCOTTI, *Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria*, in *Giur. comm.*, 2010, 6, p. 1106). Ancora, è stato affermato che il divieto in questione è improntato «all'esigenza di tutelare l'integrità del capitale sociale nonché all'obiettivo di evitare che le risorse della società fossero distratte a fini diversi da quello produttivo e a vantaggio di interessi individuali, desiderosi di acquisire od accrescere una partecipazione alla società, volendosi in sostanza impedire che il denaro di tutti fosse impiegato per finanziare la "scalata" di qualcuno e distratto dal perseguimento dell'attività sociale» (in F. TEDESCHINI, A. GINEVRI SACCO, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, in *Giur. comm.*, 2009, 1, p. 58 ss.).

⁵¹ Nella sua formulazione originaria del 1942 l'art. 2358 c.c. sanciva che «La società non può fare anticipazioni sulle proprie azioni, né prestiti a terzi per acquistarle». L'articolo in questione era stato poi modificato successivamente in forza del D.P.R. 30/1986, il quale aveva ampliato l'entità del divieto rispetto al testo originario.

⁵² Art. 2358, comma 3, c.c.: «Le disposizioni dei due commi precedenti non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate. In questi casi tuttavia le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenuti nei limiti degli utili distribuibili regolarmente accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato».

analoga disposizione era peraltro prevista ai sensi dell'art. 2474 c.c. con riferimento alle società a responsabilità limitata.

Dalla formulazione della norma in esame, si desume come il divieto di assistenza finanziaria assumesse nella disciplina previgente una connotazione di assolutezza, al fine di evitare il compimento di operazioni pregiudizievoli per il patrimonio sociale e prevenire possibili speculazioni degli amministratori volte ad influenzare le maggioranze assembleari. Di tale assolutezza oggi non è rimasta traccia nella nuova dizione dell'art. 2358 c.c. risultante dalla riforma del diritto societario entrata in vigore nel 2008.

La riforma del 2008 è stata implementata in forza del d. lgs. 4 agosto 2008, n. 142 (in vigore dal 30 settembre 2008), con cui è stata recepita nell'ordinamento italiano la Direttiva 2006/68/CE, modificativa della c.d. Seconda Direttiva (i.e. la Direttiva 77/91/CEE, intesa a coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa).

La Direttiva 2006/68/CE è stata adottata dal Parlamento Europeo e dal Consiglio sulla base della comunicazione del 21 maggio 2003, predisposta dalla Commissione e intitolata *“Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell’Unione europea — Un piano per progredire”*.

In tale comunicazione, la Commissione ha affermato la necessità di semplificare e modernizzare la disciplina comunitaria in tema di costituzione delle s.p.a. e salvaguardia e modificazioni del loro capitale sociale (prevista ai sensi della Seconda Direttiva) al fine di promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese comunitarie, senza arrecare alcun pregiudizio ai creditori e agli azionisti. Tali misure si erano in particolare rese necessarie per far fronte alla globalizzazione del mercato finanziario e per mantenere un alto grado di competitività con gli ordinamenti stranieri (soprattutto quello statunitense).

Rispetto alla tematica del divieto di *financial assistance*, il V Considerando della Direttiva 2006/68/CE prevedeva la necessità che gli Stati membri dell'Unione Europea avessero la facoltà di autorizzare le s.p.a. «a concedere un'assistenza finanziaria per l'acquisizione delle loro azioni da parte di un terzo nei limiti delle riserve distribuibili, in modo da rafforzarne la flessibilità con riguardo ai cambiamenti nella struttura proprietaria».

In ossequio a tali esigenze, la Direttiva 2006/68/CE ha sancito la modifica dell'art. 23 della Seconda Direttiva, determinando una attenuazione del previgente divieto di assistenza finanziaria. Tale attenuazione risulta comunque compensata dal vincolo di una completa *disclosure* dei rischi e delle ragioni dell'operazione, la quale non solo deve essere formalizzata da una delibera assembleare, ma deve anche perseguire l'interesse sociale⁵³.

Nel recepire la Direttiva 2006/68/CE, il d. lgs. 142/2008 ha modificato l'art. 2358 c.c., adottando la nuova formulazione già sancita a livello di legislazione comunitaria.

In virtù di quanto precede, la nuova lettera normativa dell'art. 2358, comma 1, c.c. prevede in particolare che: «La società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, se non alle condizioni previste dal presente articolo». Gli elementi innovativi sono, rispettivamente, l'espressa possibilità di deroga al divieto di *financial assistance* nel rispetto di specifiche condizioni (e ciò costituisce una forma di apertura rispetto alla disciplina passata), e l'inciso «direttamente o indirettamente». Tale ultima innovazione è stata interpretata dagli esperti non come un'estensione della portata del divieto di assistenza finanziaria, bensì come una

⁵³ Vale la pena notare come la novellazione della Seconda Direttiva costituisca una prescrizione facoltativa, lasciando ai singoli Stati membri la facoltà di mantenere la previgente disciplina, più rigorosa. Tra gli ordinamenti comunitari, solo l'Italia, il Belgio e il Lussemburgo hanno recepito la nuova disciplina.

specificazione a conferma del campo d'applicazione del divieto⁵⁴.

Le condizioni imposte dal nuovo art. 2358 c.c. affinché le s.p.a. possano concedere prestiti o garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie sono sia di carattere procedurale che sostanziale.

Sul piano procedurale, il legislatore ha stabilito, a tutela degli interessi degli azionisti (soprattutto quelli di minoranza), che l'operazione debba preventivamente essere autorizzata dall'assemblea straordinaria. Al fine di garantire che l'assemblea possa deliberare con cognizione di causa, l'art. 2358 c.c. prevede l'obbligo, a carico degli amministratori, di predisporre una relazione da depositarsi presso la sede della società durante i trenta giorni che precedono l'assemblea, in modo che i soci possano prenderne visione.

Il verbale dell'assemblea, congiuntamente alla relazione degli amministratori, deve essere poi depositato entro trenta giorni per l'iscrizione nel registro delle imprese.

A livello sostanziale, la relazione dell'organo amministrativo deve inoltre possedere i requisiti specificati dall'art. 2358 c.c. e, in particolare, deve illustrare, «sotto il profilo giuridico ed economico, l'operazione, descrivendone le condizioni, evidenziando le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali che la giustificano, lo specifico interesse che l'operazione presenta per la società⁵⁵, i rischi che essa

⁵⁴ Tale interpretazione è confermata anzitutto dal fatto che la l. 25 febbraio 2008, n. 34 (*Delega al Governo per il recepimento della Direttiva 2006/68/CE*) non conteneva alcuna disposizione circa eventuali estensioni o restrizioni dell'ambito di applicazione dell'art. 2358 c.c. In aggiunta, si ritiene che l'inciso in questione sia stato inserito al fine di replicare quanto previsto dall'art. 23 della Direttiva 77/91/CEE (come modificata dalla Direttiva 2006/68/CE), secondo cui: «Qualora uno Stato membro permetta a una società di anticipare fondi, accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisizione delle sue azioni da parte di un terzo, direttamente o indirettamente, esso subordina tali operazioni alle condizioni enunciate [...]».

⁵⁵ A questo proposito è stato opportunamente osservato che «in quest'ottica la relazione deve fornire un'illustrazione degli impatti che l'assistenza finanziaria è idonea a produrre su tutti gli elementi che contribuiscono a delineare l'ambito dell'interesse sociale. Più

comporta per la liquidità e la solvibilità della società⁵⁶ ed indicando il prezzo al quale il terzo⁵⁷ acquisirà le azioni. Nella relazione gli amministratori sono altresì tenuti ad attestare espressamente che l'operazione ha luogo a condizioni di mercato⁵⁸, in particolare per quanto riguarda le garanzie prestate e il tasso di interesse praticato per il rimborso del finanziamento, e che il merito di credito della controparte è stato debitamente valutato⁵⁹» (art. 2358, comma 3, c.c.).

Si può notare una certa omogeneità tra i contenuti relativi alla relazione degli amministratori *ex art. 2358 c.c.* e quelli relativi invece alla relazione che deve essere predisposta dall'organo amministrativo a norma dell'art. 2501-*quinquies* c.c. Tuttavia, va evidenziato che l'art. 2358 c.c. impone informazioni e attestazioni più ampie e dettagliate, da cui

precisamente rientra in questa sezione della relazione anche la descrizione degli effetti dell'operazione su elementi rilevanti ai fini della nozione di interesse sociale ma non direttamente connessi all'attività imprenditoriale svolta, quali ad esempio la valorizzazione dei titoli azionari e/o la loro negoziabilità» (tratto da F. TEDESCHINI, A. GINEVRI SACCO, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, cit., p. 67).

⁵⁶ «Inteso nella sua accezione più ampia, [il *solvency test*] si concreta nella verifica, affidata alla cura e alla responsabilità degli amministratori, i quali, al momento della (proposta o esecuzione di) deliberazione di distribuzione di attivi, verificano che la società sia nelle condizioni di adempiere le proprie obbligazioni nel corso del tempo. Sul piano teorico, tale verifica può assumere forme e seguire procedure molto diverse, ed essere più o meno vincolata da criteri legislativi che gli amministratori devono seguire mentre conducono la loro valutazione. [...] Peraltro, nella loro diversità, tutti i sistemi ascrivibili alla categoria del *solvency test* condividono [determinate] caratteristiche: [ad esempio] tengono tutti in considerazione i flussi di cassa prospettici in entrata e in uscita dalla società entro un certo arco di tempo; tutti, inoltre, «responsabilizzano» gli amministratori, sottoponendo la loro valutazione a un controllo di tipo successivo» (tratto da G. SANDRELLI, *La direttiva sul capitale sociale dopo l'«aggiornamento» del 2006: dibattito e riforme*, in *Riv. dott. comm.*, 2008, 6, p. 1125 e ss.).

⁵⁷ «La nozione di «terzo» dovrebbe ragionevolmente ricomprendere anche i soci della società, e non solo coloro che intendano diventare soci» (F. TEDESCHINI, A. GINEVRI SACCO, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, cit., p. 67).

⁵⁸ Requisito introdotto in ossequio al nuovo art. 23 della Direttiva 77/91/CEE, così come modificato dall'art. 2 della Direttiva 2006/68/CE, il quale prevede espressamente che «le operazioni [di assistenza finanziaria] hanno luogo sotto la responsabilità dell'organo di amministrazione o di direzione, a condizioni di mercato eque [...]».

⁵⁹ Si fa riferimento ai *credit ratings* rilasciati dalle agenzie di *rating*.

emerge un maggior rischio per gli amministratori in termini di responsabilità (soprattutto per quanto concerne l'obbligo di debita valutazione e ponderazione del merito di credito del soggetto acquirente).

Inoltre, è previsto un ulteriore requisito di sostanza della relazione, in alcune ipotesi specificate: «Qualora la società accordi prestiti o fornisca garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie a singoli amministratori della società o della controllante o alla stessa controllante ovvero a terzi che agiscono in nome proprio e per conto dei predetti soggetti, la relazione di cui al terzo comma attesta altresì che l'operazione realizza al meglio l'interesse della società» (art. 2358, comma 5, c.c.). Non sono mancate critiche⁶⁰ all'espressione utilizzata dal legislatore nazionale («l'operazione realizza al meglio l'interesse della società»), ritenuta eccessivamente ampia ed astratta e non in linea con la dizione formulata a livello comunitario (il nuovo art. 23-bis della Seconda Direttiva richiede infatti che «l'operazione non sia contraria al miglior interesse della società»).

Il nuovo comma 4 dell'art. 2358 c.c., poi, introduce una deroga all'art. 2357-ter c.c. per l'ipotesi in cui «le somme o le garanzie fornite ai sensi del presente articolo sono utilizzate per l'acquisto di azioni detenute dalla società ai sensi dell'articolo 2357 e 2357-bis», vale a dire nei casi di acquisto di azioni proprie. La deroga all'art. 2357-ter consiste nel fatto che la delibera con cui si autorizzano gli amministratori a compiere atti di disposizione aventi ad oggetto le azioni proprie della società compete all'assemblea straordinaria (e non a quella ordinaria). La norma in esame prevede, inoltre, a tutela dei soci (soprattutto di minoranza), che il prezzo di vendita di tali

⁶⁰ Si veda, *inter alia*, la Commissione di Studio dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Modena sul D. Lgs. n. 142 del 4 agosto 2008, a cura di M. LUPPI, in collaborazione con M. BISI. (disponibile sul sito <http://www.commercialisti.mo.it>).

azioni proprie venga determinato secondo i criteri di cui all'art. 2437-ter, comma 2, c.c., in materia di recesso⁶¹.

L'art. 2358, comma 6, c.c. stabilisce il limite quantitativo entro il quale è consentita l'attività di *financial assistance*, sancendo che l'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite non può eccedere gli utili distribuibili e le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Ad ulteriore tutela dell'integrità del capitale e della solidità patrimoniale della società, è stato introdotto l'obbligo di iscrivere in bilancio una riserva indisponibile di ammontare pari alle somme impiegate.

L'intervento del legislatore non ha modificato il divieto per la società di accettare azioni proprie in garanzia, che viene riproposto al settimo comma dell'art. 2358 c.c. («La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia»), né ha variato la possibilità per la società di prestare assistenza finanziaria ai propri dipendenti o a quelli di società controllanti o controllate per l'acquisto di proprie azioni («Salvo quanto previsto dal comma sesto, le disposizioni del presente articolo non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate», art. 2358, comma 8, c.c.).

Infine, il comma 9 conclude l'articolo come segue: «Resta salvo quanto previsto dagli articoli 2391-bis e 2501-bis»: si precisa quindi che, ferma restando la nuova disciplina contenuta nell'art. 2358 c.c., continua a restare in vigore la disciplina civilistica relativa alle operazioni con parti correlate (art. 2391-bis c.c.) ed alla fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (art. 2501-bis c.c.). In virtù di tale ultimo richiamo, sembra finalmente risolto il dilemma

⁶¹ Quando si tratti di azioni negoziate in mercati regolamentati, il prezzo di acquisto deve essere almeno pari al prezzo medio ponderato al quale le azioni sono state negoziate nei sei mesi antecedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea (art. 2358, comma 4, c.c.).

relativo alla compatibilità o meno tra il *merger leveraged buy-out* e il divieto di *financial assistance*. In particolare, secondo quanto affermato da autorevole dottrina, «a seguito della nuova disciplina sull'assistenza finanziaria dovrebbe essere venuto meno il pericolo di violazione dell'art. 2358 c.c., con la conseguenza che la società *target* potrà prestare, nel rispetto dei limiti consentiti, assistenza finanziaria alla *NewCo* al fine di dar luogo ad una operazione di *leveraged buy out*. Tutto questo, naturalmente, dovrà essere effettuato nel rispetto e con l'integrazione delle due procedure»⁶².

Per quanto riguarda invece l'esatto coordinamento tra l'art. 2358 c.c. e l'art. 2501-*bis*, muovendo dal presupposto che quest'ultima disposizione si applica solo al momento della redazione del progetto di fusione, discende che, nel contesto di un *leveraged buy-out*, sia in prima istanza applicabile l'art. 2358 c.c. (con adozione, dunque, della relativa procedura formale e nel rispetto dei limiti, anche quantitativi, ivi previsti) e che le prescrizioni *ex art. 2501-bis* diventino applicabili solo quando all'operazione di acquisizione mediante indebitamento segua la fusione tra società acquirente e società obiettivo.

Come è stato accennato, un'altra criticità del *merger leveraged buy-out* riguarda la sua presunta inconciliabilità con l'art. 2357 c.c.⁶³, che disciplina l'acquisto di azioni proprie. In particolare la norma, nella sua versione attuale⁶⁴, vieta alla

⁶² I. DEMURO, *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di azioni proprie*, in *Giur. comm.*, 2010, 2, p. 241.

⁶³ «La disciplina positiva [ex art. 2357 c.c.] intende evitare che l'acquisto di azioni proprie abbia l'effetto che l'attivo netto scenda al di sotto del valore del capitale sottoscritto aumentato delle riserve che la legge o lo statuto non permettono di distribuire. (...) La funzione di tale disposizione è infatti quella di salvaguardare l'integrità del capitale. Tutto ciò a tutela, sia dell'interesse dei soci contro rimborsi di capitale preferenziali che, e soprattutto, dell'interesse dei creditori sociali contro la possibilità di annacquamento del capitale. Ed è sempre in funzione della tutela dell'integrità del capitale che parte della dottrina giustifica l'altra limitazione acquisto soltanto di azioni interamente liberate contenuta nell'art. 2357», (tratto da I. CHIEFFI, *Il leveraged buyout nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 1992, 6, pp. 998-999).

⁶⁴ Come l'art. 2358, così anche l'art. 2357 c.c. è stato oggetto di numerosi interventi da parte del legislatore. Il testo originario del 1942 recitava: «La società non può acquistare azioni proprie, se l'acquisto non è autorizzato dall'assemblea generale dei soci, non è fatto con somme

società di acquistare azioni proprie «se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato», prevedendo inoltre che le azioni acquistate siano «interamente liberate» (comma 1); ancora, stabilisce che l'operazione debba essere autorizzata dall'assemblea, «la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo» (comma 2)⁶⁵; ai sensi del quinto

prelevate da utili regolarmente accertati e le azioni non sono interamente liberate». Il legislatore nazionale è poi intervenuto con il D.P.R. 30/1986 (recependo la Direttiva 77/91/CEE), in ossequio alle cui disposizioni l'art. 2357 c.c. è stato riformulato come segue: «[1] la società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate; [2] l'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo; [3] in nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale». Questa ultima disposizione, in occasione del recepimento della direttiva 92/101/CEE, venne poi modificata come segue: «in nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate». La riforma Vietti (D. Lgs. 6/2003) ha apportato mutamenti marginali alla disciplina dell'acquisto di azioni proprie (ad esempio ha introdotto, tra i casi speciali di acquisto di azioni proprie, l'acquisto per effetto di scissione: art. 2357-bis, n. 3, c.c.), non modificando direttamente il testo dell'art. 2357 c.c. Infine, la direttiva comunitaria 2006/68/CE ha condotto ad una riformulazione del terzo comma dell'art. 2357 c.c., attuata mediante il D.L. 5/2009: «il valore nominale delle azioni acquistate a norma del primo e secondo comma dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tale fine anche delle azioni possedute da società controllate». Ne deriva che non esiste più un limite quantitativo all'acquisto delle proprie azioni da parte delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio; inoltre, il limite percentuale massimo delle azioni proprie acquistabili è stato elevato, passando dalla decima parte alla quinta parte del capitale sociale. Per una visione completa dell'evoluzione della disciplina dell'acquisto di azioni proprie, si consiglia: M. STELLA RICHTER, *Novità in tema di acquisto delle proprie azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 2-3, p. 286 e ss.

⁶⁵ Art. 2357, comma 3, c.c.: «Il valore nominale delle azioni acquistate a norma del primo e secondo comma dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tale fine anche delle azioni possedute da società controllate»; comma 4: «Le azioni acquistate in violazione dei commi precedenti debbono essere alienate secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto. In

comma dell'art. 2357 c.c., le imposizioni di cui ai primi due commi devono essere rispettate anche nell'ipotesi di acquisto di azioni proprie realizzato tramite società fiduciaria o interposta persona.

Il disposto dell'art. 2357 c.c. risponde alla finalità di salvaguardare l'integrità del capitale; in particolare, ciò che la norma mira ad evitare è che «l'acquisto di azioni proprie abbia l'effetto che l'attivo netto scenda al di sotto del valore del capitale sottoscritto aumentato delle riserve che la legge o lo statuto non permettono di distribuire. [...]. Tutto ciò a tutela, sia dell'interesse dei soci contro rimborsi di capitale preferenziali che, e soprattutto, dell'interesse dei creditori sociali contro la possibilità di annacquamento del capitale. Ed è sempre in funzione della tutela dell'integrità del capitale che parte della dottrina giustifica l'altra limitazione acquisto soltanto di azioni interamente liberate contenuta nell'art. 2357»⁶⁶.

Nel caso del MLBO, la questione che è stata sollevata è che la società veicolo potrebbe agire in qualità di soggetto interposto della *target*, ponendo in essere l'acquisto di azioni proprie (ossia della società bersaglio) e violando in questo modo le condizioni poste dall'art. 2357 c.c. (in particolare, la soglia massima rappresentata dalla quinta parte del capitale sociale, nel caso di società aperte). Questo genere di discussione deriva soprattutto dalla considerazione che, a seguito della fusione, la società acquisita (incorporante) ha a

mancanza, deve procedersi senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale. Qualora l'assemblea non provveda, gli amministratori e i sindaci devono chiedere che la riduzione sia disposta dal tribunale secondo il procedimento previsto dall'articolo 2446, secondo comma»; comma 5: «le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona». L'art. 2357-*bis* c.c. elenca dei casi speciali in cui può verificarsi l'acquisto di azioni proprie, non sottoposti alle limitazioni imposte dall'art. 2357 c.c., ovvero quegli acquisti effettuati: «1) in esecuzione di una deliberazione dell'assemblea di riduzione del capitale, da attuarsi mediante riscatto e annullamento di azioni; 2) a titolo gratuito, sempre che si tratti di azioni interamente liberate; 3) per effetto di successione universale o di fusione o scissione; 4) in occasione di esecuzione forzata per il soddisfacimento di un credito della società, sempre che si tratti di azioni interamente liberate».

⁶⁶ I. CHIEFFI, *Il leveraged buyout nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 1992, 6, pp. 998-999.

proprio carico il debito contratto dalla *newco* (incorporata) per l'acquisto delle sue azioni – circostanza che da più parti viene considerata equivalente all'acquisto di azioni proprie da parte della società acquisita⁶⁷.

2. Considerazioni della dottrina sul *merger leveraged buy-out*

Nell'esperienza italiana, sin dai primi studi sistematici sul *merger leveraged buy-out*, sono emersi dubbi circa la compatibilità tra tale tecnica finanziaria e taluni principi inderogabili dell'ordinamento societario italiano, come ad esempio il già citato divieto di *financial assistance* di cui all'art. 2358 c.c.

Ciò ha, invero, dato luogo ad un confronto (tanto in dottrina quanto in giurisprudenza) assai acceso, che ha coinvolto una significativa moltitudine di giuristi. Il dibattito circa la liceità del MLBO si è protratto per un lungo arco di tempo, terminato con l'introduzione nel Codice civile dell'art. 2501-*bis* ai sensi del d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, nonché grazie alla modifica dell'art. 2358 c.c. in forza del d. lgs. 4 agosto 2008, n. 142. Proprio per l'interesse che tale materia ha suscitato, si ritiene opportuno procedere ad un'analisi in merito al giudizio elaborato da autori e giudici sulla tematica in questione.

Nell'ambito della corrente di pensiero a sostegno dell'illiceità del *merger leveraged buy-out*, si distingueva una dottrina secondo cui «la violazione degli artt. 2357 e 2358 c.c. poteva sussistere solo in via indiretta, e ciò in forza di uno specifico collegamento negoziale tra le varie fasi della complessiva operazione di Lbo tale da evidenziare l'illiceità dell'intera operazione»⁶⁸. Il concetto di «violazione indiretta»

⁶⁷ Sul punto, U. MORELLO, *Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy outs e management buy outs*, Milano, 1990.

⁶⁸ B. CARERA, *Le operazioni di leveraged buy out*, in *Dir. prat. soc.*, 2005, 8, p. 2.

rimanda in particolare al disposto dell'art. 1344 c.c.⁶⁹: in altri termini, si sosteneva che il MLBO altro non fosse se non uno strumento volto ad eludere l'applicazione dell'art. 2358 c.c. e che, in quanto tale, dovesse considerarsi nullo per illiceità della causa. La tesi della violazione indiretta si basa sul presupposto che la *ratio* dell'art. 2358 c.c. sia la protezione del patrimonio sociale «inteso come strumento di produzione del reddito»⁷⁰ e che tale articolo sancisca quindi un divieto relativo (e non assoluto) che «non tipizza una condotta illecita bensì sanziona un effetto»⁷¹.

D'altra parte, anche i sostenitori dell'orientamento più rigoroso ritenevano che sussistessero delle fattispecie di *merger leveraged buy-out* da considerarsi lecite: ad esempio quando non si facesse ricorso alla leva finanziaria della *newco* o quando mancasse la traslazione del debito su di essa; lecite sarebbero poi anche le fattispecie del *management buy-out* e dell'*employee buy-out*, dato che l'art. 2358, comma 3, c.c. consente che la società presti assistenza finanziaria affinché i propri dipendenti acquistino azioni proprie (nel rispetto comunque dei limiti quantitativi ivi previsti).

La tesi dottrina sopra descritta è stata definita dagli addetti ai lavori «tesi sostanzialistica», così denominata in quanto fondata su una visione olistica dell'operazione, ai sensi della quale i singoli atti del *merger leveraged buy-out*, nonostante siano da considerarsi in sé legittimi, dal punto di vista della sostanza economica realizzano un negozio illecito.

Alla tesi sostanzialistica si contrappone la c.d. «tesi formalistica»⁷², la quale ha mosso molteplici critiche nei

⁶⁹ Art. 1344 c.c. (*Contratto in frode alla legge*): «Si reputa altresì illecita la causa quando il contratto costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa».

⁷⁰ P. MONTALENTI, *Frode alla legge e diritto societario: il leveraged buy out*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance, Scritti in tema di società per azioni*, Padova 1999, p.64

⁷¹ S.A. CERRATO, *op. cit.*, pp. 542-543.

⁷² L'idea di fondo della tesi formalistica può sintetizzarsi come segue: «Se si ripercorrono le singole fasi della fattispecie in esame, si evidenzia infatti come in ciascuna di esse non si verifica alcuna violazione del disposto dell'art. 2358 c.c. Nella fase 1), assunzione del finanziamento da

confronti della prima e che è stata nel tempo avallata anche dal legislatore nazionale. Sotto il profilo della *financial assistance*, in particolare, i fautori della teoria formalistica hanno sottolineato che in nessuna delle fasi di cui si compone il MLBO si verifica una violazione del divieto *ex art. 2358 c.c.* In particolare: *i)* nella fase pre-fusione, è la *newco* che assume il debito e concede a favore dei finanziatori le garanzie da questi richieste; *ii)* nella fase *post-fusione*, la traslazione del debito in capo alla *target* e la garanzia finanziaria da parte di quest'ultima vengono in considerazione come un mero effetto della fusione, dovuto alla circostanza che la *newco* non esiste più quale soggetto di diritto a sé stante⁷³.

Per quanto concerne invece la tematica del negozio in *fraudem legis*, è stato opposto che non può considerarsi condizione sufficiente l'elemento dell'accollo del debito da parte della società bersaglio: ai fini della frode alla legge si richiede un *quid pluris*, vale a dire l'intento fraudolento.

parte dell'acquirente, la società *target* è totalmente estranea al rapporto di finanziamento instaurato, anzi ne è la vittima predestinata e talvolta ignara; nella fase 2), acquisto delle azioni, la società acquirente acquista le azioni dai soci della società *target*; la garanzia concessa ai finanziatori può avere sì ad oggetto le azioni oggetto di acquisizione, ma è prestata direttamente dalla società acquirente e non dalla società *target* che non delibera nulla e non rilascia alcuna garanzia; nella fase 3), fusione per incorporazione della *target* nell'acquirente, la società *target* non delibera nulla a favore dei finanziatori; l'assunzione del debito contratto dall'acquirente è solo una conseguenza della deliberazione di fusione che, benché determini una compenetrazione dei patrimoni, non crea alcuna specifica garanzia a favore dei finanziatori da parte della *target* che, fra l'altro, si estingue. Inoltre, la società *target*, per tutte le fasi dell'operazione, è soggetto passivo che non compie alcun tipo di attività eccetto la fusione finale» (tratto da B. CARERA, *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., p. 2).

⁷³ Queste considerazioni sono state respinte da Paolo Montalenti nella sua critica ai «fautori ad oltranza della liceità del *leveraged buy out*, che insistono, a mio avviso erroneamente, nel tentativo o di sostenere, formalisticamente, che l'accollo del debito non esiste perché esso si verifica nel momento in cui le azioni acquistate non esistono più perché annullate con la fusione o di ritenere, anche in questo caso formalisticamente, che la traslazione del debito è una mera conseguenza accidentale della fusione, illecita soltanto qualora sia intervenuto un accordo espresso tra acquirente, società *target* e finanziatore. E neppure convince l'argomento, per la verità più insidioso, secondo cui nel LBO non vi sarebbe una prestazione di garanzia, perché la garanzia non è specifica ma è semplicemente una garanzia generica fondata sul patrimonio delle società le cui azioni vengono acquisite»; tratto da P. MONTALENTI, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, in *Giur. it.*, 1999, 12, p. 2107

L'illiceità dello scopo viene esclusa per le seguenti ragioni: *i)* nel MLBO il prestito accordato e/o la garanzia concessa dalla società non sono finalizzati all'acquisto di azioni proprie della medesima società; *ii)* la confusione tra il patrimonio della *newco* e della *target* è una conseguenza legale della fusione; *iii)* la fusione consente una razionalizzazione della struttura societaria ed un'ottimizzazione delle risorse delle società che prendono parte all'operazione; *iv)* l'annullamento delle azioni della società obiettivo esclude che possano verificarsi fenomeni di annacquamento del capitale; e *v)* la frode alla legge difficilmente si configura nell'ambito di operazioni complesse quali le fusioni, in cui è pressoché impossibile rilevare un intento fraudolento.

Numerosi autori si sono schierati a sostegno della tesi formalistica: tra le argomentazioni addotte, alcune sono state formulate muovendo da considerazioni relative all'istituto della fusione, in base al principio che le fusioni «non solo possono svolgere positive funzioni economico – finanziarie, ma debbono essere approvate dai soci, cosicché non possono essere strumento per la manipolazione, da parte degli amministratori, della compagine societaria. [Inoltre,] esse sono il presupposto necessario per una [...] piena tutela [dei creditori] nell'ambito di operazioni di LBO. [Infatti], il ricorso alla fusione (soggetta ad approvazione assembleare) consente [...] ai creditori (nonché ai soci) di autotutelarsi rispettivamente *ex art.* 2503 c.c. (e rispettivamente *ex artt.* 2377 e 2373 c.c.) bloccando (o impugnando) la fusione e quindi tutta l'operazione di LBO, quando essa presenti rischi eccessivi ed un eccessivo ricorso all'indebitamento (o leda i soci od alcuni soci)»⁷⁴.

Altri giuristi hanno invece escluso la possibilità di una violazione dell'art. 2358 c.c. a causa della «diversità tra il

⁷⁴ D. PREITE, *I merger leveraged buy-outs e gli artt. 2357 e 2358 c.c.*, cit., 1993, 1, p. 110.

soggetto che fornisce la garanzia e il soggetto che acquista le azioni proprie»⁷⁵.

Vi è anche stato chi, nell'analizzare la fattispecie del *merger leveraged buy-out*, non solo ne ha affermato la piena liceità dal punto di vista dell'ordinamento societario italiano, ma ha anche sostenuto la totale inesistenza di qualsivoglia profilo di anomalia giuridica⁷⁶.

Invero, non sono mancate critiche alle argomentazioni qui esposte, rilevandosi, *inter alia*, che «la frode alla legge è una fattispecie tipicamente applicabile alle combinazioni negoziali ed appare quantomeno apodittica ed aprioristica la

⁷⁵ F. CAMILLETTI, *Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c.d. merger leveraged buy out*, in *Giur. comm.*, 1994, 1, p. 154. Sul punto anche I. CHIEFFI, *Il leveraged buyout nell'ordinamento italiano*, cit., p. 1012: «una valutazione complessiva dell'istituto del *leveraged buyout* nell'ordinamento italiano non può essere che positiva. Sebbene, la questione della sua liceità non sembri suscettibile di un solo tipo di soluzione, bensì dipenda dalle concrete caratteristiche che rivestono le singole tipologie; tuttavia, quella più frequente vale a dire il *leveraged buyout* con fusione può dirsi lecita».

⁷⁶ Nel commento alla sentenza Trenno, l'autore Roberto Pardolesi afferma: «(...) non è ben chiaro da dove dovrebbe derivare lo stigma negativo, evidentemente affidato al disvalore che il giurista, al contrario dell'economista, suole assegnare al concetto di speculazione. Mi spiego. Se il raider rivende per pezzi ciò che ha comprato in blocco, e ne cava un profitto, tutto quello che può derivarsene, in assenza di risvolti patologici, è ch'egli ha avuto la percezione di un fatto poi sanzionato dal mercato: che, cioè, la sommatoria delle parti staccate vale più dell'intero preesistente, con buona pace delle sinergie, che non c'erano oppure risultavano sottratte alla possibilità concreta di sfruttamento. Un simile quadro non alimenta il sospetto di distruzione di ricchezza; e si ricollega, piuttosto, all'impostazione teorica che, a colpi di asimmetrie informative, vede nel LBO un mezzo per valorizzare potenzialità aziendali pretermesse o ignorate. Il calcolo può rivelarsi sbagliato in toto o troppo azzardato: ma questo non basta, va da sé, a gettare la croce sull'intera gamma di operazioni in esame». E ancora: «(...) qualsivoglia acquisto di un bene implica il suo impiego per ripianare l'investimento così effettuato. Poco importa che la sua utilizzazione sia mirata a coprire un debito contratto in vista dell'acquisto o debba, più astrattamente, sopravanzare il costo di opportunità: la logica economica non cambia. Se, così, mi risolvo ad acquistare un immobile, senza disporre di tutti i mezzi necessari, nessuno troverà da ridire sul fatto che lo dia in locazione confidando sui canoni per assolvere agli obblighi assunti in sede di mutuo. Di qui, un interrogativo: perché ciò che è norma in tutti i rapporti dovrebbe impingere nel più rigido dei divieti quando si trapassi alla materia societaria? Si dirà che la differenza è dettata dall'articolazione della compagine sociale; qualcuno – i soci di minoranza, i creditori – potrebbe lagnarsi dell'operazione. E, difatti, i giudici meneghini riconoscono margini per l'impugnativa della delibera di fusione per eccesso di potere della maggioranza e per l'opposizione dei creditori». Tratto da R. PARDOLESI, *Leveraged buyout: non è fuori legge*, in *Corr. giur.*, 1992, 10, pp. 1133-1138).

negazione di un qualsiasi carattere teleologicamente unitario della concatenazione delle diverse fasi in cui il *merger leveraged buy-out* si articola»⁷⁷.

Sul punto della *fraus legis* si replica, invece, che non costituisce un *essentialia negotii* l'accordo per fondere la *newco* e la *target*, essendo sufficiente che sussista un rapporto di interdipendenza tra la documentazione in essere, da cui risulti l'intenzione di perseguire il risultato illecito.

Ancora, si è osservato che la fusione è un'operazione volta a finalità di sviluppo e crescita dell'impresa ed avente una funzione economico-sociale di aggregazione; in virtù di ciò, laddove la fusione risultasse carente di tali finalità e lo scopo fosse unicamente quello di eludere l'applicazione di una norma imperativa, sussisterebbe un tipico caso di frode alla legge e non si potrebbe utilmente invocare la condizione di neutralità della fusione.

Per quanto concerne invece i rapporti tra il MLBO e l'art. 2357 c.c., in via preliminare è possibile notare che da un punto di vista meramente formale l'operazione di *merger leveraged buy-out* non si pone in contrasto con il divieto ex art. 2357 c.c. In particolare, nel caso di fusione per incorporazione (con la *newco* nel ruolo di incorporante), si realizza un fenomeno di confluenza tra i patrimoni, rispettivamente, della *newco* e della *target*, tale per cui non può dirsi che vi sia acquisto di azioni proprie da parte della società incorporante, poiché la società incorporata (i.e. la *target*) si estingue per effetto della fusione, con conseguente annullamento della azioni costituenti il suo capitale sociale. Le stesse conclusioni valgono peraltro anche laddove si abbia una c.d. «fusione in senso stretto», in cui la *newco* e la *target* si fondono dando vita ad una nuova società. Laddove invece si abbia una fusione per incorporazione con la *target* nel ruolo di incorporante, allora vale il principio per cui l'acquisto di azioni proprie da parte della società bersaglio è l'effetto indiretto della compenetrazione tra le società partecipanti alla fusione. Tuttavia, dal punto di vista

⁷⁷ Così S.A. CERRATO, *op. cit.*, p. 544.

sostanziale, è stato rilevato che «l'intera operazione possa equivalere ad un acquisto delle proprie azioni da parte della società acquisita, in quanto, a seguito della fusione, la stessa si trova economicamente ad avere a suo carico, come debito, la somma necessaria per l'acquisto delle proprie azioni»⁷⁸.

Per tali motivi, occorre verificare in concreto se alla sostanziale riduzione del capitale sociale a seguito della fusione si contrappongono, a favore dei creditori sociali, adeguate forme di tutela. In questo senso, assume rilevanza l'art. 2503 c.c., il quale, in tema di fusione, sancisce il potere dei creditori sociali di opporsi alla fusione. A tal proposito, taluni hanno affermato che trattasi di «rimedio di scarsa consistenza, per le difficoltà alla conoscenza dell'operazione e per la possibilità di bilanci di fusione estremamente reticenti sulla portata effettiva dell'operazione»⁷⁹. Per contro, altri autori hanno evidenziato come la disciplina civilistica in tema di fusione ben consenta ai creditori di avere un'adeguata informazione in relazione a tutte le fasi del procedimento di fusione, anche con riferimento ai dati patrimoniali delle società coinvolte⁸⁰. Peraltro, tali ultime argomentazioni sembrano anche trovare conferma nella disciplina di uno dei casi speciali di acquisto di azioni proprie, ossia l'acquisto per effetto di una fusione⁸¹. Tale deroga deve

⁷⁸ I. CHIEFFI, *Il leveraged buyout nell'ordinamento italiano*, cit., p. 1005.

⁷⁹ U. MORELLO, *LBO/MBO: intervista a Franzo Grande Stevens*, in AA.VV., *Fusioni concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990, pp. 162-163.

⁸⁰ Cfr. art. 2501-*quater* c.c. (*Situazione patrimoniale*), ai sensi del quale «l'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve redigere, con l'osservanza delle norme sul bilancio d'esercizio, la situazione patrimoniale delle società stesse, riferita ad una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società ovvero pubblicato sul sito internet di questa» (comma 1).

⁸¹ Art. 2357-*bis* c.c. (*Casi speciali di acquisto delle proprie azioni*): «Le limitazioni contenute nell'articolo 2357 non si applicano quando l'acquisto di azioni proprie avvenga:

- 1) in esecuzione di una deliberazione dell'assemblea di riduzione del capitale, da attuarsi mediante riscatto e annullamento di azioni;
- 2) a titolo gratuito, sempre che si tratti di azioni interamente liberate;
- 3) per effetto di successione universale o di fusione o scissione;
- 4) in occasione di esecuzione forzata per il soddisfacimento di un credito della società, sempre che si tratti di azioni interamente liberate. Se il valore

interpretarsi nel senso sia che l'acquisto di azioni proprie è solo un effetto accidentale della confusione tra i patrimoni delle società partecipanti alla fusione, sia che l'impostazione della disciplina della fusione è tale da prevedere meccanismi di tutela dell'integrità del capitale sociale nell'interesse dei creditori sociali⁸².

Gli orientamenti della dottrina sopra descritti risultano oggi superati dal contributo decisivo dell'innovazione legislativa in tema di LBO: infatti, con la riforma del diritto societario (d. lgs. 17 gennaio 2003, n.6), è stato introdotto l'art. 2501-*bis* c.c., rubricato *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*. Con l'inserimento della norma in questione, il legislatore ha quindi espressamente sancito la piena e incondizionata legittimità nel nostro ordinamento del *leveraged buy-out* (o, più precisamente, del *merger leveraged buy-out*), mettendo – forse – fine ai contrasti che avevano interessato la dottrina sino a quel momento. Come illustrato in precedenza, la successiva emanazione del d. lgs. 142/2008 – il quale ha determinato la modifica dell'art. 2358 c.c. – sembra aver sancito in modo definitivo la liceità dell'istituto nel nostro ordinamento giuridico.

Nonostante tali ultime considerazioni, poiché il dibattito italiano sulla presunta illiceità del *merger leveraged buy-out* ha coperto un considerevole lasso temporale ed ha visto contrapporsi illustri esponenti in dottrina, è sembrato opportuno ricostruire un quadro delle principali posizioni ed opinioni espresse in passato dagli autori su quest'argomento.

nominale delle azioni proprie supera il limite della quinta parte del capitale per effetto di acquisti avvenuti a norma dei numeri 2), 3) e 4) del primo comma del presente articolo, si applica per l'eccedenza il penultimo comma dell'articolo 2357, ma il termine entro il quale deve avvenire l'alienazione è di tre anni».

⁸² Così anche F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, pp. 88-89.

3. La giurisprudenza relativa al *merger leveraged buy-out*: analisi delle principali sentenze

Come segnalato in precedenza, la questione della legittimità o meno del *merger leveraged buy-out* ha interessato, seppur in modo marginale, anche la giurisprudenza. La scarsità di interventi giurisprudenziali può essere spiegata attraverso due argomentazioni, una di natura giuridica, l'altra di carattere pratico.

Per quanto concerne la prima, in forza dell'art. 2504-*quater* c.c., l'atto di fusione non può essere dichiarato nullo quando sia già stata eseguita l'iscrizione nel registro delle imprese a norma dell'art. 2504, comma 2, c.c.

Considerando che tale iscrizione generalmente avviene in un intervallo temporale piuttosto breve, si è reso, «di fatto, quasi impossibile al socio dissenziente di ottenere tale forma di tutela»⁸³, cioè appunto l'impugnazione dell'atto di fusione ai fini della dichiarazione di nullità del medesimo. In aggiunta a queste considerazioni, bisogna altresì osservare che nel 2000 è stato abolito il requisito del controllo omologatorio da parte del tribunale⁸⁴, con un conseguente ridimensionamento del ruolo della giurisprudenza nel contesto di operazioni di fusione.

L'altra possibile spiegazione deriva da una constatazione di carattere empirico: «molto spesso, tale tecnica di acquisizione ha avuto ad oggetto società con una ristretta base azionaria, nelle quali l'accordo di compravendita viene facilmente raggiunto con tutti i soci (risultando così molto limitate le probabilità di contestazioni)»⁸⁵.

⁸³ N. A. BRUNO, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, in *Banca borsa*, 2002, 6, p. 814.

⁸⁴ L'art. 32 della Legge 24 novembre 2000, n. 340 (*Disposizioni per la delegificazione di norme e per la semplificazione di procedimenti amministrativi - Legge di semplificazione 1999*) ha rimosso il requisito dell'omologazione per taluni atti societari, quali l'atto di fusione e scissione, richiedendo soltanto l'iscrizione presso il registro delle imprese (e la pubblicazione per estratto sulla Gazzetta Ufficiale se nell'operazione sono coinvolte società di capitali).

⁸⁵ N. A. BRUNO, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, cit., p. 813.

Ciò premesso, si prosegue con l'analisi delle principali sentenze sul tema.

Una delle pronunce più rilevanti – nonché prima sentenza in materia di *merger leveraged buy-out* – è stata quella del Tribunale di Milano, 14 maggio 1992, Furlan c. Farmitalia Carlo Erba s.r.l., Nuova Montedison S.p.A. ed altri⁸⁶.

Nel 1987 la Montedison S.p.A. (società attiva nel settore chimico) era in possesso del 100% di Erbamont N.V., la quale a sua volta controllava Erbamont Italia B.V. ed insieme a questa deteneva il 75% del capitale di Farmitalia Carlo Erba S.p.A.⁸⁷ (di seguito, «Farmitalia»).

Nello stesso anno, Erbamont N.V. e Erbamont Italia B.V. hanno lanciato – con l'assistenza di S.I.F.I. S.p.A., una società finanziaria – un'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio (OPAS), volta all'acquisizione del residuo 25% del capitale di Farmitalia. Scaduta l'offerta, Erbamont Italia B.V. aveva conseguito una partecipazione complessiva pari al 99% del capitale di Farmitalia⁸⁸.

Successivamente, Erbamont Italia B.V. ha ceduto alla società veicolo Erbamont Industriale s.r.l. (già Robinia s.r.l.) – indirettamente controllata da Montedison S.p.A. – un numero

⁸⁶ Pubblicata, *inter alia*, in *Giur. comm.*, 1992, 2, 993, con nota di I. CHIEFFI.

⁸⁷ Più precisamente, la struttura societaria di allora era la seguente:

- Montedison S.p.A. deteneva il 100% di Montedison International Holding;
- Montedison S.p.A. e Montedison International Holding S.p.A. detenevano, rispettivamente, il 34% e il 50% di Erbamont N.V.;
- Erbamont N.V. deteneva il 100% di Erbamont Holland B.V.;
- Erbamont Holland B.V. deteneva il 100% di Erbamont Italia B.V.;
- Erbamont N.V. e Erbamont Italia B.V. detenevano, rispettivamente, il 20% e il 55% di Farmitalia Carlo Erba S.p.A.

⁸⁸ Infatti, Erbamont Italia B.V. era già in possesso di una quota di partecipazione pari al 50% del capitale di Farmitalia, alla quale ha aggiunto *i*) le azioni degli azionisti di minoranza di Farmitalia (i.e. circa il 24%), acquistate e poi cedute da parte di S.I.F.I. S.p.A., e *ii*) le azioni detenute da Erbamont N.V. (i.e. 20%).

di azioni Farmitalia equivalente al 64% del capitale di quest'ultima, a fronte del pagamento di un corrispettivo pari a 1.433 miliardi di lire. Tale somma è stata finanziata per 540.020 milioni da Erbamont Inc. e Erbamont N.V. mediante aumento di capitale; quindi, in capo a Erbamont Industriale s.r.l. restava un debito residuo pari a 893.000 milioni di lire. Nel dicembre 1987 le assemblee della Erbamont Industriale s.r.l. e della Farmitalia hanno poi deliberato la fusione per incorporazione della seconda nella prima; la delibera di fusione prevedeva altresì la trasformazione di Farmitalia da s.p.a. a srl.

Il debito residuo contratto per l'acquisizione è venuto inevitabilmente a gravare sulla società risultante dalla fusione: così il 31 gennaio 1988 Farmitalia Carlo Erba s.r.l. ha pagato ad Erbamont Italia B.V. circa 810 miliardi degli 893 di debito complessivo. Ciò significa che il debito è stato ripagato proprio con i cespiti provenienti dall'incorporata, poiché l'unico *asset* significativo di Erbamont Industriale *ante* fusione era proprio la partecipazione in Farmitalia S.p.A.

Con atto di citazione del 28 settembre 1990, Umberto Furlan, socio di minoranza della Farmitalia, ha impugnato la delibera di fusione tra Erbamont Industriale s.r.l. e Farmitalia S.p.A., adducendo, *inter alia*, che l'operazione di fusione era stata compiuta in violazione degli artt. 1344, 2357 e 2358 c.c. e chiedendo pertanto al Tribunale di pronunciarne l'inesistenza o l'illiceità.

In primo luogo, il Tribunale si è pronunciato dichiarando l'inammissibilità dell'impugnazione della delibera di fusione ai sensi di quanto disposto, rispettivamente, dall'art. 2504-*quater* c.c. e dall'art. 22 della III Direttiva CEE del 9 ottobre 1978.

In particolare, si è detto che, giacché l'art. 2504-*quater* c.c. stabilisce che «eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione a norma dell'art. 2504, l'invalidità dell'atto di fusione non può essere pronunciata», tale disposizione «sembra avere carattere processuale, perché impedisce al giudice, dopo questa iscrizione [l'iscrizione della fusione nel registro delle imprese], di pronunciare la pur riconosciuta invalidità dell'atto di fusione

e, conseguentemente, di tutti gli atti del complesso procedimento che l'hanno preceduto»; ciò comporta che «l'impugnazione va dichiarata improcedibile o, meglio, il giudice deve dichiarare non luogo a provvedere sull'impugnazione, limitandosi a pronunciare sulle spese di giudizio in base al principio della c.d. soccombenza virtuale».

Inoltre, circa la violazione del divieto di acquisto di azioni proprie *ex art. 2357 c.c.*, il Tribunale, ripercorrendo nel dettaglio le fasi dell'intera operazione (ivi inclusa l'OPAS lanciata da S.I.F.I S.p.A. per conto di Erbamont N.V. e Erbamont Italia B.V.), ha rigettato le argomentazioni sostenute dall'attore, affermando (enfaticamente) che: «non c'è chi non veda che né prima né dopo la fusione vi sia stato da parte della Farmitalia s.p.a. acquisto di azioni proprie e quindi di violazione del divieto posto dall'art. 2357 c.c.».

Con tale affermazione il Tribunale sembra confermare la tesi formalistica a sostegno della liceità del MLBO, escludendo che tale tecnica finanziaria realizzi una violazione dell'art. 2357 c.c., poiché la fusione determina l'estinzione della *target* e l'annullamento delle azioni che ne costituiscono il capitale sociale.

In relazione, invece, al divieto di *financial assistance* di cui all'art. 2358 c.c., il Tribunale di Milano ha rilevato che «la Farmitalia non ha accordato alcun prestito alla s.r.l. Erbamont Industriale (acquirente) o fornito alcuna garanzia alla Erbamont Italia B.V. (alienante), per l'acquisto, da parte della prima, di azioni Farmitalia di proprietà della seconda». Avendo quindi escluso l'ipotesi di una violazione *diretta* dell'art. 2358, lo stesso Tribunale è passato poi a trattare della violazione *indiretta* del divieto di assistenza finanziaria, concludendo però per l'impossibilità di configurare la fusione come negozio in frode alla legge e precisando come i rimedi consentiti dalla legge a favore degli azionisti della *target* (contestare l'eccesso di potere della maggioranza) e ai creditori sociali (l'opposizione alla fusione) nel caso *de quo* non siano stati affatto utilizzati.

Nel rigettare tali domande di portata pregiudiziale, il Tribunale di Milano (in sede civile) ha affermato quindi la liceità del *merger leveraged buy-out* e la piena compatibilità tra tale tecnica finanziaria e gli artt. 2357 e 2358 c.c.

La questione non poteva tuttavia considerarsi risolta definitivamente: infatti, il 18 settembre 1992 – circa quattro mesi dopo la sentenza emessa in sede civile – il Tribunale di Milano ha esaminato la stessa vicenda in sede penale, ribaltando radicalmente il giudizio, ossia condannando gli amministratori delle società coinvolte nell'operazione⁸⁹.

Sulla base delle circostanze del caso concreto, il Tribunale è giunto a ritenere che sia stata integrata una fattispecie di acquisto di azioni proprie in violazione dell'art. 2357 c.c. ad opera della Farmitalia per mezzo dell'interposta società Erbamont Industriale s.r.l., condannando conseguentemente gli amministratori delle società coinvolte⁹⁰. A sostegno di questa ricostruzione i giudici hanno evidenziato come Erbamont Industriale s.r.l. fosse stata, prima dell'acquisto, una società fortemente sottocapitalizzata ed inattiva da anni, *status* che li ha indotti a ritenere che la società avesse realizzato l'acquisto non per conto proprio, ma per conto di altri – infatti poi fu proprio Farmitalia, a seguito della fusione, a fornire la maggior parte dei mezzi finanziari per l'acquisto delle azioni (altra prova secondo i giudici milanesi che Erbamont Industriale avesse agito per conto di Farmitalia).

La ricostruzione dei giudici milanesi si caratterizza in quanto attribuisce una minore importanza alla delibera di fusione ai fini del giudizio di liceità dell'operazione di MLBO, essendo essa invece rilevante come indice probatorio dell'esistenza di un accordo fra le società coinvolte.

⁸⁹ Sentenza Tribunale di Milano, 30 giugno 1992, Ferrari, Morrione ed altri.

⁹⁰ Secondo il Tribunale, in particolare, si è trattato di «un acquisto di azioni proprie in quanto Erbamont Industriale s.r.l. (soggetto interposto) ha concluso la compravendita con Erbamont Italia BV (terzo alienante), la quale ha quindi realizzato un acquisto per interposta persona nella forma dell'interposizione reale».

Il Tribunale ha infatti esplicitamente affermato che ai fini della decisione «è del tutto irrilevante – e, sotto alcuni aspetti, addirittura fuorviante – la questione relativa alla legittimità ed ammissibilità nel nostro ordinamento del c.d. *leveraged buy out*» e che il processo «ha per oggetto non il LBO in sé (di cui singole modalità concrete di attuazione ben potrebbero essere lecite) ma l'operazione posta in essere dagli imputati, che sicuramente contrasta, per le ragioni ora dette, con il disposto di cui all'art. 2357 c.c.». Discende, quindi, che la fusione è stata presa in considerazione solo quale indice probatorio della sussistenza di un accordo tra società emittente e società acquirente (cioè soggetto interposto ai sensi dell'art. 2357, comma 5).

In considerazione del fatto che la pronuncia in esame abbia avuto come tema principale la responsabilità penale degli amministratori e non il giudizio sulla liceità o meno dell'operazione di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, si ritiene che la sentenza riportata non possa considerarsi come un valido precedente giurisprudenziale in tema di liceità (o illiceità) del *merger leveraged buy-out*⁹¹.

Al fine di ricostruire l'orientamento della giurisprudenza in relazione al *merger leveraged buy-out*, è particolarmente significativa l'analisi del provvedimento di archiviazione del g.i.p. presso il Tribunale di Brescia pronunciato il 1° giugno 1993⁹².

Nel 1989 Aldo e Pierfranco Marzoli (già titolari di una partecipazione del 16,5% nel capitale della Fratelli Marzoli S.p.A.) e la Finpez S.p.A. avevano costituito la Marfin s.r.l., che nel settembre dello stesso anno aveva acquistato il 99,9%

⁹¹ In questo senso anche N. A. BRUNO, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, cit., p. 818 («Tale sentenza, in conclusione non è molto utile per una esplicita indicazione giurisprudenziale sulla legittimità o meno del LBO anche in considerazione del fatto che si tratta di una pronuncia sulla responsabilità penale degli amministratori più che sulla illiceità civile dell'operazione di fusione»).

⁹² Riportato integralmente da A. CRESPI, *Disposizioni penali in materia di società e consorzi*, in *Riv. Soc.*, 1996, 2-3, p. 564 e ss.

delle quote di Unimarfin s.r.l., in precedenza posseduta al 99,5% da Finpez S.p.A.

Nel maggio 1990, attraverso una serie di passaggi di azioni, la Unimarfin s.r.l. (in qualità di *newco*) aveva conseguito una partecipazione pari al 99,97% del capitale della Fratelli Marzoli S.p.A (la società obiettivo)⁹³. Tale acquisizione era avvenuta ricorrendo in minima parte alle proprie risorse finanziarie e per la maggior parte utilizzando un finanziamento ottenuto da un *pool* di banche.

Nel giugno del 1990 le assemblee della Fratelli Marzoli S.p.A. e della Unimarfin s.r.l. avevano deliberato la fusione per incorporazione della seconda nella prima, la quale aveva anche cambiato denominazione sociale diventando Fratelli Marzoli e C. S.p.A. Al fine di rimborsare il debito per realizzare il processo di acquisizione societaria, la Fratelli Marzoli e C. S.p.A. aveva poi posto in essere una serie di operazioni aventi ad oggetto la cessione di cespiti aziendali, quali centrali elettriche e rami d'azienda.

Con riferimento alla tematica della liceità del *leveraged buy-out* nell'ordinamento italiano, il giudice ha sostenuto che la questione dovesse risolversi verificando, per quanto concerne il caso di specie, «se direttamente o indirettamente gli indagati hanno violato i divieti» sanciti dagli artt. 2357 e 2358 c.c.

Dopo aver analizzato la *ratio* dei divieti citati (richiamando a tal proposito la dottrina maggioritaria, nonché la Direttiva 77/91/CEE cui si è ispirato il legislatore ai fini della riforma dell'art. 2358 c.c.), il giudice ha affermato che «nessuna violazione formale degli artt. 2357 e 2358 c.c. è dato riscontrare nell'operazione "Marzoli"»; questo perché «non può dirsi che con la delibera di fusione l'acquisita [Fratelli Marzoli S.p.A.] abbia compiuto un'operazione che possa essere qualificata come acquisto di azioni proprie da parte dell'acquisita poiché tale

⁹³ Pertanto, a seguito delle operazioni poste in essere da Unimarfin s.r.l., al 31 maggio 1990 la situazione vigente era la seguente: la Fratelli Marzoli S.p.A. era posseduta interamente dalla Unimarfin s.r.l., il cui capitale sociale era a sua volta detenuto per il 67,5% da Finpez S.p.A. e per il 32,5% da Aldo e Pierfranco Marzoli.

società si estingue per effetto della fusione e le azioni costituenti il capitale sociale della stessa vengono annullate» e, inoltre, «non sembra che si possa neppure sostenere che, con l'approvazione della delibera di fusione, l'acquisita conceda un prestito o rilasci specifiche garanzie [...] per l'acquisto di proprie azioni». Peraltro, non è stato considerato un elemento rilevante il fatto che il merito creditizio del debitore sia stato valutato anche con riferimento al patrimonio e alla redditività della società *target*: il giudice ha infatti ritenuto di considerare questo aspetto come una circostanza comune in ogni attività di finanziamento e, da questo punto di vista, irrilevante ai fini degli artt. 2357 e 2358 c.c.

L'analisi del caso concreto è stata poi estesa anche agli aspetti sostanziali, al fine di accertare se gli oneri finanziari derivanti dall'operazioni comportassero *sostanzialmente* una violazione della *ratio* delle norme sopra richiamate, ossia la tutela dell'integrità del capitale sociale nell'interesse dei soci e dei creditori sociali. A tal proposito, il giudice ha rilevato che *i*) i soci sono tutelati dalla congruità del c.d. rapporto di cambio in materia di fusioni – che peraltro in questo caso ha comportato un significativo vantaggio per i soci della società incorporata – e *ii*) i creditori sono tutelati sia in quanto titolari del potere di opporsi alla fusione, sia perché hanno la possibilità di avere un'adeguata informazione relativa ad ogni fase del processo di fusione.

Il giudice si è infine anche soffermato sulla tesi dottrina secondo cui il *leveraged buy-out* consisterebbe in un'operazione in frode alla legge. In particolare, nella parte finale del provvedimento, si è affermato che «se un'operazione negoziale per essere in frode alla legge deve realizzare indirettamente il risultato vietato dalla legge, per individuare la sussistenza della frode con riferimento ad operazioni compiute occorrerà valutare se esiste un apprezzabile, ragionevole e legittimo interesse delle parti, oppure se l'unico interesse non può che essere l'aggiramento della norma elusa. Come sottolineato da autorevole dottrina, “la carenza di interesse legittimo indurrà l'interprete a ritenere che il procedimento è messo in opera per

raggiungere finalità proibite in frode alla legge e che esiste quindi un intento elusivo”. In tale ottica l’esistenza di un corretto interesse aziendale e di un ragionevole obiettivo strategico economico appaiono, dunque, i requisiti che permettono di escludere la sussistenza di operazioni in frode ai disposti degli artt. 2357 e 2358 c.c.». Ciò che qui si è voluto evidenziare è che la sussistenza di un oggettivo interesse di natura industriale è di per sé idonea ad escludere un effetto elusivo sotteso all’operazione di fusione, la quale deve pertanto considerarsi lecita.

In virtù di quanto precede, il giudice ha desunto che nell’ambito dell’operazione “Marzoli” i requisiti dell’interesse aziendale e del ragionevole obiettivo strategico economico ben fossero sussistenti, in quanto l’acquisizione del gruppo societario Marzoli rispondeva all’esigenza per il gruppo societario Finpez di operare sul mercato internazionale offrendo i macchinari funzionali all’espletamento di ogni fase del ciclo produttivo del settore tessile.

Rilevante è anche il caso affrontato in sede di opposizione allo stato passivo del fallimento della Manifattura di Cuorgné dal Tribunale di Ivrea, il 12 agosto 1996⁹⁴. Nel 1990 la Manifattura di Cuorgné S.p.A. era posseduta per l’80% dalla società Black Lion. Taluni investitori avevano costituito la Teseo s.r.l. (*newco*) con l’obiettivo di acquisire la Manifattura di Cuorgné S.p.A. (*target*); al fine di pagare la prima *tranche* del corrispettivo pattuito, Teseo s.r.l. aveva ottenuto da Monte dei Paschi Fondiario e opere pubbliche S.p.A. (in seguito, “MPS”) un finanziamento di 3,5 miliardi di lire. Una volta pagata la prima rata della cessione della partecipazione di maggioranza, Manifattura Cuorgné S.p.A. aveva stipulato con MPS un contratto di anticipazione bancaria (con garanzia ipotecaria) avente ad oggetto un finanziamento pari a 10,7 miliardi di lire; tale somma era stata trasferita di volta in volta a diverse società, per poi essere infine accreditata a Teseo s.r.l. La *newco* aveva impiegato il finanziamento per rimborsare a MPS i 3,5 miliardi

⁹⁴ La sentenza è riprodotta in *Giur. it.*, 1996, I, 2, p. 196 e ss.

di lire erogati in precedenza e per completare il pagamento delle restanti rate dovute a Black Lion. A seguito dell'apertura della procedura fallimentare nei confronti di Manifattura Cuorgné S.p.A., MPS aveva presentato domanda di ammissione allo stato passivo adducendo di esser titolare di un credito di 10,7 miliardi di lire. In risposta al rigetto della domanda di ammissione, MPS aveva presentato opposizione *ex art. 98 l. fall.*, anch'essa poi rigettata dal Tribunale di Ivrea.

Il rigetto dell'opposizione è stato deciso dal Tribunale in considerazione del fatto che l'erogazione del finanziamento attraverso lo schema interpositorio sopra descritto risultava avvenuta in violazione del divieto di assistenza finanziaria posto dall'art. 2358 c.c. In particolare, i giudici eporediesi hanno affermato che le complesse operazioni poste in essere avevano «come scopo quello di far sì che il costo dell'acquisto delle azioni finisse per essere assunto dalla stessa società Manifattura di Cuorgné, le cui azioni erano compravendute. Si tratta di una sorta di *leveraged buy-out* che deve considerarsi illecito per violazione dell'art. 2358 c.c., norma che vieta alla società di accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto delle proprie azioni». In questo senso, vale la pena notare che il Tribunale di Ivrea si è cimentato in un'interpretazione teleologica del divieto di assistenza finanziaria, legittimandone una lettura ermeneutica di tipo funzionalistico⁹⁵. Tale caratterizzazione funzionalistica si ricava dalla circostanza che i giudici eporediesi, supponendo la configurabilità della violazione del divieto di *financial assistance* realizzata mediante interposta persona, hanno ritenuto irrilevante che nel caso di specie il finanziamento di 10,7 miliardi non fosse stato accreditato da Manifattura Cuorgné direttamente a Teseo s.r.l., bensì per il tramite di altre

⁹⁵ Sul punto si vedano: P. MONTALENTI, *Il leveraged buyout*, Milano, 1991; P. MONTALENTI, *I giudici italiani e il leveraged buyout tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, in *Giur. it.*, 1996, 10, p. 195-204.

società⁹⁶. In aggiunta, il Tribunale ha valutato insignificante il fatto che il finanziamento fosse stato concesso successivamente all'acquisto delle azioni da parte di Teseo s.r.l., in quanto «il divieto dei prestiti è posto in via generale ed onnicomprensiva per “l'acquisto” delle azioni, ed è pertanto riferibile, anche dal punto di vista letterale, tanto ai prestiti erogati in funzione di un acquisto successivo, quanto a quelli in funzione di un acquisto precedente, essendo comunque entrambi strumentali rispetto all'acquisto stesso».

Il Tribunale di Ivrea ha quindi dichiarato la nullità del contratto di anticipazione bancaria – e dell'accessoria garanzia ipotecaria –, perché lo scopo dell'operazione era «quello di far sì che il costo dell'acquisto delle azioni finisse per essere assunto dalla stessa società Manifattura di Cuorné». Per questo i giuridici eporediesi sono giunti ad affermare che il contratto fosse nullo «perché sorretto da causa illecita e determinato da motivo illecito comune alle parti contraenti».

Da quanto sopra esposto si evince quindi quale sia l'importanza della decisione del Tribunale di Ivrea, costituendo essa il primo precedente italiano chiaramente orientato nel senso dell'illiceità della tecnica finanziaria del *leveraged buy-out*.

Il caso “Trenno”⁹⁷ rappresenta la più importante operazione di *merger leveraged buy-out* su cui sia stata chiamata a pronunciarsi la giurisprudenza italiana. Peraltro, uno degli aspetti più rilevanti di tale operazione è sicuramente il fatto che la fusione posta in essere dai soggetti coinvolti corrisponde alla figura della *reverse merger*, vale a dire un'ipotesi di fusione inversa, con incorporazione della controllante nella controllata.

⁹⁶ Sul punto anche Cass., 4 ottobre 1984, n. 4916, in *Giur. comm.*, 1986, 2, p. 203 e ss., con nota di CAGNASSO: «perché il divieto inderogabile per la società di fornire prestiti o garanzie per l'acquisto o sottoscrizione delle proprie quote o azioni comporta l'invalidità di ogni operazione che comunque eseguita, tenda a conseguire risultati analoghi».

⁹⁷ Cfr. Trib. Milano, 27 ottobre 1997, Bruni-Trenno S.p.A. (decreto), in *Giur. it.*, 1998, p. 1440 e ss.; Trib. Milano, 13 maggio 1999, Bruni Pio c. Trenno S.p.A., in *Società*, 2000, p. 75 e ss.

Per quanto concerne il caso concreto, la Snai Servizi s.r.l. aveva costituito la San Siro S.p.A. (*newco*) al fine di acquistare il 67,9% del capitale sociale della Trenno S.p.A. (*target*), allora posseduto dalla controllante Ferruzzi Finanziaria S.p.A. L'acquisizione era stata conseguita nel gennaio 1996, con ricorso preponderante al debito (finanziamento concesso da istituti di credito). Concluso l'acquisto, ai sensi della disciplina allora vigente *ex art. 10, comma 8, della legge 149/1992*, la San Siro S.p.A. aveva lanciato un'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) sulla quota residua del capitale della Trenno S.p.A. Dopo pochi mesi, nel giugno 1997, era stato approvato il progetto di fusione per incorporazione della San Siro S.p.A. (*newco* – controllante) nella Trenno S.p.A. (*target* – controllata): si è trattato quindi di fusione inversa (*reverse merger*), a seguito della quale la società controllata ha assunto il debito contratto dalla controllante ai fini dell'acquisto delle proprie azioni.

La giurisprudenza ha avuto modo di pronunciarsi sull'operazione sopra descritta già in sede cautelare, con decreto emesso il 27 ottobre 1997. In particolare, in forza di tale provvedimento, i giudici milanesi avevano rigettato il ricorso proposto da Pio Bruni, socio di minoranza della Trenno S.p.A., volto ad ottenere la sospensione degli effetti della delibera di fusione inversa ai sensi dell'art. 2378, 4° comma, c.c.

Le argomentazioni addotte dal ricorrente, dal punto di vista del *fumus boni iuris*, erano le seguenti: *i*) elusione da parte della società *target* (Trenno S.p.A.) del divieto di assistenza finanziaria *ex art. 2358 c.c.*; *ii*) violazione della disciplina in tema di acquisto di azioni proprie per mancata costituzione della riserva obbligatoria *ex art. 2357-ter, comma 3*; *iii*) conflitto di interessi della società *newco* (San Siro S.p.A.) rispetto sia all'adozione della delibera di fusione inversa, sia alla determinazione del rapporto di cambio.

Rispetto alla prima, il giudice istruttore ha affermato che «se l'interesse tutelato da questa norma [l'art. 2358 c.c.] non è soltanto quello dell'integrità del capitale ma anche quello di evitare che la società utilizzi mezzi propri per condizionare il

suo mercato azionario e il conseguente assetto organizzativo della compagine sociale, il caso di specie sembra violare questo specifico interesse perché, per ammissione di amministratori e sindaci, le azioni proprie risultanti dalla fusione verrebbero immesse sul mercato borsistico [...]. In sostanza, pertanto sussistono sufficienti elementi per ritenere che nel progetto industriale del gruppo SNAI Servizi sia stato violato il divieto di fornire garanzie per l'acquisizione di azioni proprie».

Tale decisione ha indubbiamente rappresentato un elemento di novità rispetto alle elaborazioni dottrinali e giurisprudenziali di allora in tema di MLBO, subordinando la liceità di quest'ultimo *ex art. 2358 c.c.* altresì all'accertamento delle ripercussioni derivanti da tale tecnica finanziaria sull'assetto della compagine sociale della società bersaglio.

Circa, invece, la questione della mancata costituzione della riserva obbligatoria ai sensi dell'art. 2357-*ter*, il giudice istruttore ha statuito che questa riserva «ha la funzione principale di evitare l'annacquamento del capitale» e, come tale, essa costituisce «una condizione di legittimità per l'acquisto di azioni proprie». In virtù di ciò, è stata ritenuta fondata l'argomentazione addotta dall'attore.

Per quanto concerne il conflitto di interesse in capo alla San Siro S.p.A., il giudice istruttore ha rilevato che tale situazione di conflitto non può dirsi sussistente rispetto al caso *de quo*, poiché non è ravvisabile un contrasto tra l'interesse della società (Trenno S.p.A.) e l'interesse di cui è portatrice la maggioranza dei soci della stessa (San Siro S.p.A.).

Nonostante le considerazioni sopra descritte, alla fine il provvedimento cautelare fu negato poiché il giudice non considerò sussistente il requisito del *periculum in mora*, ritenendo che il pregiudizio economico prospettato dal ricorrente sarebbe stato compensato in virtù del diritto al risarcimento del danno *ex art. 2504-quater c.c.*

In sede di giudizio di merito, il Tribunale ha dichiarato improcedibile la domanda dell'attore di annullare la delibera di approvazione del progetto di fusione di San Siro in Trenno, in

ossequio a quanto previsto dall'art. 2504-*quater* c.c., in virtù del quale non può essere pronunciata l'invalidità⁹⁸ dell'atto di fusione una volta eseguite le iscrizioni dell'atto stesso a norma dell'art. 2504, comma 2, c.c.

Ciononostante, i giudici hanno comunque affrontato i motivi di invalidità della delibera di fusione, ivi inclusa la presunta elusione del divieto di assistenza finanziaria.

A tal proposito, il Tribunale di Milano ha affermato che il *leveraged buy-out* è una tecnica finanziaria che «non presenta di per sé profili di illegittimità ed anzi è ampiamente usata sia per consentire al *management* di acquisire una maggiore partecipazione nell'impresa, sia per evitare il peso fiscale di una normale cessione d'azienda»; ciò premesso, tuttavia, i giudici hanno rilevato anche che il LBO ben può prestarsi per finalità di elusione dell'art. 2358 c.c.

Si addivene così all'importante statuizione secondo cui non si può dare un giudizio di generica legittimità del *leveraged buy-out*, occorrendo invece sempre effettuare una verifica di tale legittimità caso per caso: l'obiettivo è di accertare se il MLBO sia compiuto al solo scopo di conseguire l'effetto vietato dall'art. 2358 c.c., oppure se risponda a specifiche e reali esigenze imprenditoriali.

Rispetto al caso “Trenno”, è stato rilevato che «la fusione è stata proposta per rilanciare l'attività statica della Trenno con un progetto industriale proiettato verso il futuro in un'attività compatibile e sinergica in grado di generare *cash flow* consistenti: si è cioè previsto di affiancare all'attività prevalentemente immobiliare e finanziaria un'attività di servizi altamente operativa, con larghi margini di progetto e strettamente connessa alla precedente; si è riunita in un'unica impresa la gestione degli ippodromi alla gestione delle scommesse sui cavalli». Sulla scorta di queste considerazioni,

⁹⁸ L'invalidità comprende ogni ipotesi di vizio dell'atto. Discende che l'iscrizione dell'atto di fusione ai sensi del secondo comma dell'art. 2504 c.c. comporta la sanatoria di ogni vizio pregresso.

è stata esclusa l'ipotesi della frode alla legge, ravvisandosi la sussistenza di concrete ragioni imprenditoriali.

Il Collegio ha anche negato che potesse assumere rilevanza in qualche modo la tempistica, cioè l'arco temporale intercorrente tra l'acquisizione e la delibera di fusione. Tale decisione muove, in particolare, dalla considerazione che ciò che occorre accertare è soltanto la sussistenza delle esigenze imprenditoriali al momento dell'adozione della delibera di fusione⁹⁹, non essendo necessario che le medesime fossero sussistenti già a partire dal momento in cui si realizza l'acquisizione della *target*.

La sentenza Trenno rappresenta quindi un'importante tappa nel processo di valutazione del *leveraged buy-out* da parte della giurisprudenza. Non a caso, c'è chi l'ha definita «una svolta significativa», per due ragioni: «in primo luogo perché supera l'orientamento formalistico secondo cui l'istituto della fusione costituirebbe un procedimento negoziale neutro, insuscettibile, *per sé*, di realizzare indirettamente effetti vietati. In secondo luogo perché afferma l'esatto e consequenziale principio secondo cui, ammessa l'applicabilità del rimedio della *fraus legi* anche al *merger leveraged buyout*, l'illiceità dell'operazione deve verificarsi *caso per caso*»¹⁰⁰. Discende che, secondo la ricostruzione del Tribunale di Milano, il *leveraged buy-out* non può e non deve considerarsi *apriori* né legittimo né illegittimo, ma che sia invece sempre necessario elaborare ad un giudizio *ex post*, incentrato sulle finalità perseguite nell'ambito dell'operazione valutata nel suo complesso.

⁹⁹ «Si potrebbe rilevare che il settore delle scommesse è stato acquisito da San Siro soltanto all'ultimo momento, e cioè meno di due mesi prima della delibera di fusione, e anche in questo caso senza esborso di danaro fresco ma con permuta di azioni Trenno. Anche questa tempistica non è però sufficiente a denunciare un comportamento in frode alla legge perché ciò che conta è che nel momento in cui il negozio sospettato di frode (la delibera di fusione) è sorto, sussistevano concrete ragioni imprenditoriali che lo giustificavano».

¹⁰⁰ P. MONTALENTI, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, cit., 1999, p. 2105.

Da notare, infine, che il Tribunale di Milano si è pronunciato anche in relazione alla mancata costituzione della riserva indisponibile *ex art. 2357-ter c.c.*, escludendo che tale violazione avesse prodotto un danno effettivo ed attuale in capo all'attore, in quanto «Trenno ha costituito la riserva di azioni proprie nel bilancio al 31 dicembre 1997, nei limiti delle azioni rimaste a sé intestate e lo stesso attore non ha neppure prospettato che questa ritardata iscrizione gli abbia procurato un danno».

Altra pronuncia in materia di *merger leveraged buy-out* è il decreto emesso in sede di volontaria giurisdizione dal Tribunale di Milano il 4 maggio 1999, concernente il caso “SIB Servizi Finanziari”¹⁰¹. Avendo ottenuto un ingente finanziamento bancario, Pepperland S.p.A. aveva acquistato per intero il capitale di SIB Servizi Finanziari S.p.A.; a seguito dell'operazione di acquisto, era stata deliberata la fusione (inversa) per incorporazione della controllante (Pepperland S.p.A.) nella controllata (SIBI Servizi Finanziaria S.p.A.) ed era quindi stata richiesta l'omologazione¹⁰² delle relative delibere di fusione.

Il Tribunale di Milano, chiamato a pronunciarsi sulla richiesta di omologazione, ha adottato un decreto di rigetto, basato su due argomentazioni principali. La prima (considerata dai giudici milanesi come dirimente) riguardava la violazione del disposto dell'art. 2357-ter c.c., dal momento che le società interessate avevano omesso di adempiere l'obbligo che sorge nel contesto di un'operazione di acquisto di azioni proprie, cioè quello di costituire una riserva indisponibile per un importo pari al valore delle azioni proprie acquistate. In questo senso, si ritiene che il Tribunale di Milano abbia voluto confermare che, comportando la fusione inversa un'operazione di acquisto di azioni proprie della società incorporante, è necessario che tale

¹⁰¹ Il decreto del Tribunale è riportato in *Soc.*, 2000, p. 333 e ss.

¹⁰² Come evidenziato in precedenza, ai sensi dell'art. 32 L. 340/2000 non è più prevista l'omologazione dell'atto di fusione.

acquisto avvenga in ossequio alle disposizioni di cui all'art. 2357-ter, comma 3, c.c.¹⁰³

In aggiunta a quanto sopra, i giudici milanesi, osservando inoltre che «nel passivo dello stato patrimoniale di questa società [Pepperland s.r.l.] è iscritta la voce “debiti verso enti creditizi” che deriva, da quanto emerge nella nota integrativa, da un finanziamento utilizzato per l'acquisto di azioni SIB», hanno ritenuto «documentato l'utilizzo illecito di un'operazione di *leveraged buy-out*».

Invero, dalla formulazione del decreto si evince che il rigetto della richiesta di omologazione debba intendersi basato essenzialmente non tanto sull'illegittimità del MLBO, quanto piuttosto sulla violazione del terzo comma dell'art. 2357-ter c.c. Peraltro, «l'estrema sinteticità dell'argomentazione, unita alla sensazione che comunque il provvedimento di diniego dell'omologa sia incentrato sulla violazione dell'art. 2357-ter, ult. cpv., non autorizzano a ritenere che si è in via principale e diretta affermata l'illiceità della operazione di *merger LBO*»¹⁰⁴.

Inoltre, con riferimento all'argomentazione principale sopra descritta, vale la pena notare che secondo diversi autori, nell'ipotesi di *reverse merger*, non vige l'obbligo di costituzione e mantenimento della riserva *ex art. 2357-ter*, comma 3, c.c., in quanto la società che viene incorporata è la controllante la quale, quindi, per definizione detiene azioni proprie dell'incorporante (essendo questa, appunto, la controllata), ma non realizza un acquisto neppure temporaneo di azioni proprie¹⁰⁵.

¹⁰³ «Anche in presenza di operazioni di fusione, ove emerga un acquisto di azioni proprie è imprescindibile la costituzione di una riserva pari all'importo di dette azioni, ai sensi del terzo comma dell'art. 2357-ter c.c. o, comunque, che il patrimonio netto della società incorporante contenga valori corrispondenti a tale riserva».

¹⁰⁴ N. A. BRUNO, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, cit., p. 828.

¹⁰⁵ Sul punto, si rimanda a: G. MANZINI, *La fusione c.d. inversa, ossia l'incorporazione della controllante nella controllata*, in *Contratto e Impresa*, 2000, 2, p. 868: «nella fusione per nella fusione per incorporazione in cui l'incorporanda è unico socio dell'incorporante, l'intero capitale sociale di quest'ultima a seguito dell'annullamento dell'intero capitale sociale della prima, che si estingue, viene intestato ai

Anche la Corte di Cassazione, in sezione penale¹⁰⁶, ha avuto modo di esprimersi sul *leveraged buy-out*, sebbene il suo giudizio sia stato oggetto di critiche da parte della dottrina.

Il *thema decidendum* riguardava il reato di bancarotta fraudolenta patrimoniale e documentale commesso dall'imputato R.D. a seguito dell'acquisizione di una partecipazione di controllo in due diverse società di capitali¹⁰⁷.

Rispetto alla prima acquisizione, vale la pena notare che «le società conferite [...] risultavano essere di nessun valore patrimoniale attivo. Tale incapienza patrimoniale era dovuta al fatto che: i) entrambe registravano un volume d'affari effettivo pari a zero nei due anni successivi alla data della costituzione; ii) i beni immobili dalle stesse posseduti [...] avevano un valore di molto inferiore [rispetto a quello stimato] e comunque risultavano ipotecati per circa trentacinque miliardi di lire. L'apparente consistenza patrimoniale era invece simulata attraverso operazioni negoziali fittizie, rese possibili dall'occultamento del vincolo ipotecario e da spostamenti

soci della incorporanda nella stessa misura delle quote da loro possedute nella incorporanda medesima, anteriormente alla fusione, realizzandosi l'annullamento della partecipazione nell'incorporante partecipata dell'incorporanda partecipante, istantaneamente all'atto della fusione. Quindi, non sembra corretto riferirsi in senso proprio al concetto di trasferimento di partecipazioni, e dunque all'acquisto di azioni proprie da parte della società incorporante». Dello stesso avviso anche, *inter alios*, M.S. SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e LB*, in nota a Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Le società*, 2000, 7.

¹⁰⁶ Si tratta della sentenza Cass. 4 febbraio 2000, pubblicata, *inter alia*, in *Notariato*, 2001, p. 239 e ss.

¹⁰⁷ Più precisamente, l'imputato era titolare della Gif S.p.A. (*newco*), una società attiva nel settore dell'impiantistica di alta tecnologia; al fine di realizzare un progetto imprenditoriale di espansione, la Gif S.p.A. aveva acquistato le società appartenenti a due gruppi societari operanti nel suo medesimo settore di attività. Il primo gruppo societario faceva capo alla società Cei Holding S.p.A., acquistata per mezzo di un aumento di capitale effettuato da parte di Gif S.p.A. mediante conferimento avente ad oggetto due società immobiliari (costituite all'uopo *ex novo*). Il secondo gruppo societario faceva invece capo alla società Gifi S.p.A.: in questo caso l'acquisizione era avvenuta mediante un pagamento attraverso cambiali – in seguito non onorate –, avallate dalle stesse società acquisite.

finanziari, ancora fittizi, conseguenti all'emissione di fatturazioni false»¹⁰⁸.

Quanto, invece, alla seconda operazione di acquisizione, l'aspetto principale da considerare è la circostanza (secondo quanto affermato nella sentenza) che la società emittente fosse consapevole di non essere nelle condizioni di poter onorare le cambiali emesse (peraltro avallate dalle società *target*).

In risposta alle accuse mosse nei confronti dell'imputato, la difesa ha ribattuto asserendo che l'accusato fosse «entrato nella compagine sociale della CEI Holding e della GIFI seguendo un moderno ma assolutamente lecito schema di autofinanziamento, qual è quello del c.d. *Leveraged Buy Out*». La Cassazione non ha tuttavia accolto tale tesi, affermando perentoriamente l'incontrovertibile illiceità del *leveraged buy-out* nell'ordinamento italiano per manifesta violazione del disposto dell'art. 2358 c.c.¹⁰⁹

Come sostenuto da autorevole dottrina, la sentenza in esame si presta a numerose critiche, ai sensi delle quali appare invero assai arduo attribuire al *dictum* della Corte un valore effettivo.

In primo luogo, è doveroso segnalare la totale mancanza di una qualunque parvenza di motivazione circa la questione dell'illegittimità del *leveraged buy-out*, con la conseguenza che la relativa statuizione risulta priva di un convincente fondamento.

In aggiunta, bisogna considerare che la Corte è stata chiamata a pronunciarsi su un'imputazione che non riguardava

¹⁰⁸ E. FILOGRANA, *Un falso precedente in tema di leveraged buy out*, in *Foro it.*, 2000, 2, p. 403.

¹⁰⁹ «L'istituto del LBO, sorto negli Stati Uniti d'America, consiste nell'acquisizione di una società (società bersaglio – *target company*) da parte di un'altra società la quale ultima contrae un prestito con un terzo (di solito altra società), garantendo tale prestito con le azioni o con il patrimonio della società bersaglio. Tale istituto non è importabile in Italia, ostando il principio fissato dall'art. 2358 c.c. per il quale "la società non può accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie (comma 1), né può accettare azioni proprie in garanzia". Il meccanismo finanziario utilizzato mediante il LBO è perciò illecito in Italia, quanto meno nei limiti sovra esposti».

il divieto di assistenza finanziaria posto dall'art. 2358 c.c., bensì il reato di bancarotta fraudolenta (art. 216 l. fall.). A questo proposito, si noti che la bancarotta fraudolenta, in quanto reato fallimentare, si fonda sul presupposto del dissesto finanziario dell'impresa, dissesto che, invece, – indipendentemente da quanto accaduto nel caso di specie – non costituisce la naturale conseguenza delle operazioni di *leveraged buy-out* (anche perché, così fosse, nessuno avrebbe interesse a realizzarle). Anzi, alcuni autori sostengono che tali operazioni finanziarie siano generatrici di concentrazioni e sinergie vantaggiose e profittevoli.

Sulla scorta di tali ragionamenti, è possibile affermare che le argomentazioni della Corte non solo non costituiscono la *ratio decidendi* della sentenza in esame, ma neanche un *obiter dictum*: infatti, «l'affermazione non solo non conduce alla decisione nel caso di specie, ma non ha neppure alcuna aderenza alla questione da decidere, sicché non la si potrebbe ritenere neppure uno svolazzo dottrinale o una affermazione latamente persuasiva inserita in eccesso nel corpo della motivazione»¹¹⁰.

Ancora, bisogna notare che la tematica del LBO è entrata nel campo di cognizione della Corte di Cassazione solo perché (impropriamente) richiamata dalla difesa dell'imputato. L'imputato ha infatti tentato di difendersi asserendo di aver posto in essere un'operazione di *leveraged buy-out* e che, essendo tale operazione riconosciuta dall'ordinamento come lecita, doveva propendersi per la soluzione che l'operazione *de qua* dovesse conseguentemente considerarsi lecita, escludendo così qualsivoglia profilo di responsabilità penale. In tal senso, può dirsi che la Corte sia caduta nello stesso errore di prospettiva dell'imputato «poiché, dovendo giungere ad una soluzione avversa al ricorrente per quanto attiene all'unico e vero reato imputatogli – e cioè, come già detto, la bancarotta fraudolenta – ha creduto di doverlo fare anche con riferimento

¹¹⁰ E. FILOGRANA, *Un falso precedente in tema di leveraged buy out*, cit., p. 403.

al diverso reato di assistenza finanziaria sull'acquisto di azioni proprie, il quale: a) non era mai stato contestato all'imputato; b) non si era comunque verificato nel caso di specie»¹¹¹.

Peraltro, l'irrilevanza della tematica legata alla liceità del *leveraged buy-out* sarebbe dovuta evincersi altresì dalla circostanza che nessuna fusione (inversa o diretta) è stata posta in essere – ed invero la compenetrazione dei patrimoni dell'acquirente e della *target* per effetto della fusione è proprio il *quid* che ha indotto parte della dottrina a considerare illegittima tale tecnica finanziaria per violazione del divieto di assistenza finanziaria.

Infine, per quanto concerne l'elemento dell'avallo sulle cambiali emesse per finanziare l'acquisizione, si noti che l'avallo costituisce invero una garanzia in senso tecnico e come tale ben può considerarsi ricompresa nel concetto di «garanzie» espresso ai sensi dell'art. 2358 c.c. Tale considerazione porta alla conclusione che «lo schema in concreto seguito nel caso di specie (avallo della *target company* a garanzia del finanziamento necessario alla *new company* per acquisire le azioni della medesima *target*) non sollevava alcuna *quaestio* interpretativa in rapporto all'art. 2358, ponendosi viceversa in contrasto diretto ed evidente con detta norma. Non vi era, dunque, ragione alcuna di rifarsi ad un istituto – il LBO, appunto – per il quale la riconducibilità all'art. 2358, in difetto di esatta corrispondenza con la relativa fattispecie astratta, resta come minimo ancora da dimostrare»¹¹².

4. Profili penalistici relativi al *merger leveraged buy-out*.

Il tema della liceità del *leveraged buy-out* (ed in particolare del *merger leveraged buy-out*) non è stato affrontato esclusivamente da un punto di vista civilistico, ma ha anzi interessato anche la dottrina e la giurisprudenza penalistiche;

¹¹¹ *Ibidem*.

¹¹² R. PARDOLESI, M. ATELLI, *Leveraged Buy Out: un caso di radicalismo interpretativo – Il commento*, in *Notariato*, 2001, 3, p. 246.

anche in questo caso, il dibattito è stato incentrato sulla compatibilità con gli artt. 2357 e 2358 c.c.

La prevalente dottrina penalistica si era schierata a favore della tendenziale liceità penale del MLBO. La tesi maggioritaria escludeva la fattispecie dell'acquisto di azioni proprie per interposta persona¹¹³ sulla base delle seguenti argomentazioni: da un lato, la *newco* acquistava la partecipazione sociale all'interno della *target* per se stessa e non per conto di quest'ultima; dall'altro, l'operazione di fusione *post* acquisizione determinava lo scioglimento della società obiettivo e, conseguentemente, l'annullamento del suo capitale sociale.

Sulla scorta di quanto già sostenuto in sede civile, si era inoltre esclusa la teoria che asseriva una forma di assimilazione tra la fusione per incorporazione e la prestazione di garanzia da parte della società incorporata: come affermato da autorevole dottrina, infatti, «alla fusione non consegue [...] una responsabilità dell'incorporata per i debiti dell'incorporante, bensì l'estinzione della prima e la compenetrazione del suo patrimonio nel patrimonio dell'incorporante, unica responsabile nei confronti dei propri creditori»¹¹⁴.

Sul fronte giurisprudenziale, invece, si può notare come in diverse occasioni le pronunce emesse sul tema fossero dirette nel senso dell'illiceità penale del *merger leveraged buy-out*¹¹⁵. Più in generale, comunque, la giurisprudenza aveva affermato «l'impossibilità di statuire in linea generale ed astratta la liceità o meno delle operazioni di l.b.o.», ed aveva anzi rivendicato

¹¹³ L. FOFFANI, *Reati societari*, in C. PEDRAZZI, A. ALESSANDRI, L. FOFFANI, S. SEMINARA, G. SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 1998, p. 328: «L'interposizione di persona presuppone necessariamente un obbligo di trasferire le azioni alla società emittente: obbligo che sarebbe manifestamente incompatibile con quell'operazione di fusione che rappresenta invece il risultato finale al quale l'intera operazione di LBO appare preordinata».

¹¹⁴ C. PEDRAZZI, voce *Società commerciali (disciplina legale)*, in *Dig. disc. pen.*, XIII, Torino, 1998, p. 379.

¹¹⁵ Si rinvia a quanto detto nel precedente paragrafo per maggiori informazioni sul panorama giurisprudenziale civile e penale sul tema.

«la necessità di verificare in concreto la sussistenza dell'aggiramento del divieto di assistenza finanziaria»¹¹⁶.

In seguito, il legislatore della riforma¹¹⁷ ha esplicitamente sancito la legittimità delle operazioni di *leveraged buy-out*, abrogando, ai sensi e per gli effetti dell'art. 1, d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61, il previgente art. 2630, comma 1, n.2, c.c.¹¹⁸ – ed escludendo qualsivoglia profilo di responsabilità penale in relazione alle condotte di assistenza finanziaria su azioni proprie dell'emittente.

Un'altra novità legislativa fondamentale è stata l'introduzione nel Codice civile del nuovo art. 2501-*bis* c.c., che ha segnato l'esplicito riconoscimento legislativo della tecnica del LBO.

Quale conseguenze di tali innovazioni legislative, i divieti *ex artt.* 2357 e 2358 c.c. hanno perso qualunque valenza penale.

Ciò è stato peraltro anche confermato dalla giurisprudenza, la quale ha statuito che il *leveraged buy-out* «non ha più possibilità di qualificarsi come di interesse penale, attesa l'*abolitio* della norma incriminatrice, art. 2630, comma 1, n.2 c.c. (norma sanzionatoria dell'art. 2358 c.c.) e l'introduzione (sollecitata dall'attuazione della terza e sesta Direttiva CE, attuate inizialmente dal d. lgs. n. 22 del 1991)

¹¹⁶ G. CANZIO, L. D. CERQUA, L. LUPÁRIA, *Diritto penale delle società*, Padova, 2016.

¹¹⁷ Nella relazione al D. Lgs. 61/2002 era specificato che le operazioni di *leveraged buy-out* dovessero espressamente considerarsi «a parte dalla legge delega, che conferisce ad esse il crisma della legittimità». A tal proposito, ai sensi dell'art. 7 della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366, la disciplina della fusione doveva ispirarsi, tra l'altro, alla finalità 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 2357-*quater* del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile».

¹¹⁸ Nella sua precedente formulazione, l'art. 2630 c.c. sanzionava gli specifici divieti contenuti nelle norme precettive di matrice civilistica.

dell'art. 2501-*bis* c.c., oggi vigente, che ne ammette l'introduzione nel nostro ordinamento»¹¹⁹.

Pur non essendo più il *leveraged buy-out* penalmente perseguibile di per sé, la Suprema Corte ha comunque affermato che la condotta può tuttavia assumere rilevanza penale autonoma nel contesto della fattispecie del reato di bancarotta societaria, allorquando sia soddisfatta la condizione che il *merger leveraged buy-out* sia realizzato in assenza di un effettivo progetto industriale e sia quindi ispirato a logiche meramente speculative.

Inoltre, bisogna osservare che il *leveraged buy-out* è suscettibile di assumere rilevanza penale anche quando sia realizzato nel contesto di operazioni compiute in pregiudizio ai creditori, ovvero quando risulti integrata una condotta di frode fiscale¹²⁰.

5. Aspetti fiscali inerenti al *merger leveraged buy-out*.

Le operazioni di *leveraged buy-out* (ivi incluse quelle caratterizzate dalla fusione *post* acquisizione) presentano anche molteplici profili di natura fiscale, ampiamente discussi dall'Agenzia delle Entrate, dalla giurisprudenza e dalla dottrina tributaria.

Tra gli aspetti più importanti, una menzione particolare spetta alla questione della deducibilità (*ex* art. 96 TUIR) degli interessi passivi dovuti dalla *newco* e relativi al finanziamento da questa ottenuto ai fini dell'acquisizione della società *target*.

I dubbi circa il suddetto riconoscimento fiscale erano sorti a causa della «confluenza in capo alla società acquirente/incorporante sia degli oneri finanziari derivanti dall'indebitamento acceso dalla stessa per l'acquisto delle partecipazioni sia dei redditi imponibili conseguenti

¹¹⁹ Cass. pen., sez. V, 18.5.06, n. 23730, Romanazzi, in *Cass. pen.*, 9, p. 3256 ss., con nota di L. CRISARI.

¹²⁰ Per approfondimenti si rimanda a Tribunale Penale di Milano – Ufficio G.I.P., Giudice dottor D'Arcangelo, decreto di archiviazione del 24/06/2013, commentato da L. TROYER, A. INGRASSIA, *Merger leveraged buy-out, risparmio fiscale e libere scelte imprenditoriali: hic sunt leones*, in *Riv. Dott. Comm.*, 2014, 3, p. 594 ss.

all'esercizio dell'attività imprenditoriale della società target»¹²¹.

A tal proposito, l'Amministrazione finanziaria aveva in passato mosso contestazioni di varia natura al riconoscimento fiscale delle deduzioni; tra le argomentazioni più importanti, si segnalano, da un lato, quelle relative alla dubbia inerenza tra i suddetti interessi passivi e l'attività sociale della società obiettivo e, dall'altro, la presunta natura elusiva dell'operazione di (*merger*) *leveraged buy-out* considerata nel suo complesso.

Rispetto alla prima questione, gli uffici accertatori avevano ritenuto che gli interessi passivi non potessero considerarsi riferibili direttamente alla produzione di reddito derivante dall'attività sociale della *target* (dal momento che gli interessi maturano sul finanziamento ottenuto dalla *newco*) ed erano pertanto giunti alla conclusione che non potesse considerarsi soddisfatta la condizione di inerenza e che non fosse perciò consentita la deduzione.

Molti dubbi erano stati sollevati in dottrina circa la scelta di assoggettare gli interessi passivi al sindacato di inerenza, dal momento che il legame di inerenza risultava già in modo chiaro e palese dalla stessa natura dell'operazione di *merger leveraged buy-out*. Tali operazioni mirano, infatti, all'acquisto di una partecipazione societaria totalitaria o di maggioranza in modo da poter gestire l'azienda acquisita: già da questo basilare aspetto si desume il nesso di inerenza tra LBO e attività d'impresa¹²².

¹²¹ G. FERRANTI, L. MIELE, V. RUSSO, *Interessi passivi*, Ipsa, Temi di Reddito d'Impresa, 2014, p. 249.

¹²² «È evidente, infatti, come un'operazione di *leveraged buy out* - essendo finalizzata all'acquisto di una partecipazione e, quindi, al possesso ed alla gestione (diretta o indiretta) di un'azienda - sia anche certamente inerente all'attività d'impresa. Conseguentemente, non appare possibile negare l'inerenza degli oneri finanziari connessi all'attività svolta dal veicolo che ha perfezionato l'acquisizione, a nulla rilevando l'eventuale successiva fusione del veicolo stesso con la società target acquisita» (tratto da G. M. COMMITTERI, *Il travagliato rapporto tra leveraged buy out e interessi passivi*, in *Fisco*, 27, 2014, p. 2646 e ss.).

A sostegno di quanto appena espresso, si era altresì giustamente evidenziato che se «l'attività dedotta nell'oggetto sociale della società veicolo è la stessa attività che costituisce l'oggetto sociale della società *target*, da esercitarsi direttamente o indirettamente, mediante società controllate, l'accensione di un debito per procurare i mezzi finanziari necessari all'acquisizione del controllo della seconda si configura quale atto strumentale alla realizzazione del programma imprenditoriale della prima»¹²³.

In merito, invece, all'elusività del MLBO, tale tesi era stata elaborata sul presupposto che la fusione *post* acquisizione venisse realizzata dalle parti non al fine di soddisfare obiettive ragioni di natura societaria e/o imprenditoriale, bensì al solo scopo di conseguire un indebito vantaggio fiscale¹²⁴.

Con specifico riferimento a questa teoria, non erano mancate critiche da parte della dottrina tributaria, la quale aveva opposto che la tesi propugnata dall'Amministrazione finanziaria non risultasse condivisibile in quanto non teneva in sufficiente considerazione né la valenza economico-finanziaria del MLBO né tantomeno i possibili benefici sul mercato del controllo societario.

Va anche osservato, da un punto di vista più generale, che era invero assai temerario asserire la sussistenza di manovre elusive nelle ipotesi in cui la partecipazione nel capitale sociale della società obiettivo fosse realizzata da un soggetto che non era già legato alla *target* da alcun rapporto

¹²³ G. ZIZZO, *Inerenza degli interessi passivi e MLBO*, in *Rass. tribut.*, 3, 2014, p. 622.

¹²⁴ A titolo esemplificativo, si veda il comunicato stampa della Direzione Regionale Entrate Veneto del 19 gennaio 2011, riprodotto in F. DEZZANI, L. DEZZANI, *Leveraged buy out: indeducibilità degli interessi passivi?* in *Fisco*, 13, 2013, p. 1-1985, ai sensi del quale l'elusività delle operazioni di *leveraged buy-out* impedirebbe il vantaggio fiscale consistente nella deducibilità degli interessi passivi derivanti dal finanziamento dal reddito imponibile. Sul medesimo punto anche P. PACITTO, *Novità in materia di interessi passivi (art. 96 del T.U.I.R.)*, in M. Leo (a cura di), *Le imposte sui redditi nel Testo Unico*, Milano, 2011, p. 242.

partecipativo e quando il finanziamento fosse concesso dal sistema bancario a condizioni di mercato¹²⁵.

L'impostazione degli uffici accertatori risultava, peraltro, in contrasto con la prassi di mercato, secondo la quale – poiché la *newco* è solitamente un mero veicolo societario costituito esclusivamente ai fini dell'acquisizione della *target* e privo di storia imprenditoriale – nel progetto di fusione l'organo amministrativo si limitava (e si limita ancora oggi) in genere ad indicare che la fusione si rende necessaria per ragioni di semplificazione della struttura di controllo e risparmio generale di spesa.

Bisogna tenere in considerazione un altro aspetto: in assenza di fusione, la *newco* (in quanto scatola vuota) non è di per sé in grado di rimborsare il finanziamento d'acquisizione se non attraverso i dividendi erogati dalla società bersaglio partecipata; questa condizione non viene mai generalmente accettata dagli enti finanziatori, i quali esigono maggiori garanzie circa il rimborso del finanziamento. Discende, quindi, che dal punto di vista dell'ente finanziatore, l'aspetto della fusione assume una valenza dirimente ai fini della concessione del finanziamento, poiché in assenza la *newco* non è in grado di svolgere attività generatrici di flussi di cassa.

Anche la giurisprudenza ha avuto modo di pronunciarsi sulla questione della deducibilità degli interessi passivi nel contesto del MLBO, adottando pronunce contrastanti con l'orientamento in precedenza affermato dall'Agenzia delle Entrate.

In diverse sentenze¹²⁶, infatti, la giurisprudenza ha sancito la legittimità delle operazioni di *merger leveraged buy-*

¹²⁵ Sul punto, si veda L. ROSSI, M. AMPOLILLA, Leveraged buy out. *Gli illegittimi accertamenti del Fisco italiano*, in *Boll. Trib.*, 1, 2013, p. 18 ss.

¹²⁶ Si segnalano, *inter alia*: la sentenza 36/34/2011 pronunciata dalla commissione tributaria regionale della Lombardia; la sentenza 1372/2011 della Suprema Corte di Cassazione (ai sensi della quale il sindacato dell'Amministrazione finanziaria non può spingersi sino ad imporre all'impresa la scelta di uno strumento di ristrutturazione diverso fra quelli giuridicamente accessibili, per il solo motivo che detto strumento avrebbe determinato un maggiore carico fiscale) e la sentenza 1527/1/14 pronunciata dalla commissione tributaria provinciale di Milano.

out anche sotto il profilo fiscale, escludendone l'elusività quando fossero state soddisfatte talune condizioni, e segnatamente: *i*) i soggetti coinvolti fossero indipendenti gli uni verso gli altri; *ii*) l'operazione avvenisse a condizioni di mercato; *iii*) non fossero utilizzate strutture societarie localizzate in paesi *off-shore*; *iv*) si realizzasse, a seguito dell'operazione, un effettivo mutamento degli assetti societari.

La problematica in esame ha poi subito una svolta definitiva nel marzo del 2016¹²⁷, quando l'Amministrazione finanziaria ha emanato una circolare (la circolare n. 6/E del 30 marzo 2016) con cui ha puntualmente fissato il trattamento fiscale applicabile alle operazioni di acquisizione con indebitamento.

Il maggior merito della circolare è indubbiamente quello di aver definitivamente sancito la piena deducibilità degli interessi passivi relativi ai finanziamenti contratti con soggetti terzi, superando così tutte le obiezioni e perplessità in merito.

L'Agenzia delle Entrate ha, in particolare, in primo luogo affermato la sussistenza del requisito di inerenza, il quale trova fondamento nel fatto che i prestiti contratti dalla *newco* per l'acquisto di partecipazioni sono «funzionali all'acquisizione della *target company*, sia nell'ipotesi di fusione (tipica delle operazioni di MLBO), sia nella fattispecie in cui la compensazione intersoggettiva degli interessi avvenga mediante l'opzione per il consolidato fiscale».

Quanto, poi, alla presunta elusività del *merger leveraged buy-out*, l'Amministrazione finanziaria ha osservato che «le operazioni di MLBO vedono nella fusione (anche inversa) il logico epilogo dell'acquisizione mediante indebitamento, necessario anche a garantire il rientro, per i creditori,

¹²⁷ Già in precedenza si erano tuttavia avuti dei segnali di apertura. Si può citare, a titolo di esempio, la risposta all'interpello del 26.3.2013 n. 909-416/2012, (citata in M. LEOTTA, G. LEONI, *Il Leveraged buyout: liceità tributaria di una operazione dotata di dignità civilistica*, in *La gestione straordinaria delle imprese*, 3, 2013, p. 21 e ss.), ai sensi della quale gli uffici accertatori affermano l'insussistenza della finalità elusiva quando la fusione sia sorretta da un programma imprenditoriale concreto e volto a preservare l'equilibrio finanziario della società.

dell'esposizione debitoria»; a ciò si aggiunge che «di fatto, la struttura scelta, rispondendo a finalità extra-fiscali, riconosciute dal Codice Civile e, spesso, imposte dai finanziatori terzi, difficilmente potrebbe essere considerata finalizzata essenzialmente al conseguimento di indebiti vantaggi fiscali».

Sulla scorta di quanto precede, la circolare prevede infine che le contestazioni elaborate sulla base della presunta elusività del MLBO «dovranno essere riconsiderate dagli Uffici ed eventualmente abbandonate, salvo che, nei singoli casi, non si riscontrino altri specifici profili di artificiosità dell'operazione, così come posta in essere nel caso concreto, come nel caso in cui all'effettuazione dell'operazione di LBO abbiano concorso i medesimi soggetti che, direttamente o indirettamente, controllano la società *target*».

La circolare 6/2016 costituisce dunque la conferma del fatto che il MLBO, nel complesso, non possa essere tacciato di elusività, quando la traslazione del debito in capo alla società risultante dalla fusione non rappresenta lo scopo esclusivo dell'operazione, ma è soltanto un elemento funzionale a soddisfare le esigenze di riorganizzazione societaria.

STRUTTURAZIONE DELL'OPERAZIONE DI *MERGER*
LEVERAGED BUY-OUT

1. Premessa.

Come in parte anticipato, il legislatore italiano ha sancito la liceità del *merger leveraged buy-out* nell'ordinamento italiano in forza dell'art. 7, L. 3 ottobre 2001, n. 366 (*Delega al Governo per la riforma del diritto societario*), concernente i principi e criteri direttivi a cui si doveva ispirare la riforma in tema di trasformazione, fusione e scissione. Il citato art. 7 stabiliva espressamente «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 2357-*quater* del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile».

Tale criterio è stato recepito in sede di attuazione della riforma (d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6), con l'introduzione dell'art. 2501-*bis* c.c., che ha posto fine – o quanto meno ha attenuato – i dibattiti e le controversie sul tema della legittimità del *leveraged buy-out* nell'ordinamento italiano¹²⁸, risolvendo

¹²⁸ Diversi autori hanno sostenuto che l'introduzione dell'art. 2501-*bis* c.c. non avesse come effetto quello di risolvere *in toto* le problematiche relative alla compatibilità tra *merger leveraged buy-out* e divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c. Tra gli altri, si segnala F. MARABINI, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: leveraged buy-out legalizzato?* in *Giur. it.*, 2006, 10, p. 1990, dove ci si interroga sulla questione affermando quanto segue: «Indi, siamo sicuri che i *merger leveraged buy out* abbiano trovato legittimo asilo nel nostro ordinamento? Ovvero siamo sicuri che, nel silenzio della legge, non permanga il problema del contrasto di tali fattispecie di fusioni con le disposizioni di cui all'art. 2358 c.c.? [...] La mancata modifica dell'art. 2358 non appare essere circostanza sufficiente a dissipare ogni dubbio in merito all'assenza di contrasto del *merger leveraged buy out* con tale norma né, *a fortiori*, a conferire qualsivoglia «validità» ad una operazione da realizzarsi ai sensi del nuovo art. 2501-*bis* pur se nel rispetto delle condizioni ivi dettate». Opposta è la tesi sostenuta da altri autori, secondo i quali la riforma del

in senso positivo i quesiti circa la liceità di tale tecnica finanziaria. Più precisamente, l'articolo 2501-*bis* fa riferimento non propriamente al *leveraged buy-out*, bensì al *merger leveraged buy-out* (che invero costituisce la tipologia tradizionale di LBO): non a caso, infatti, tale articolo è rubricato “*Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*”. La disciplina ivi sancita si applica quindi alle ipotesi di fusioni 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» (art. 2501-*bis*, comma 1, c.c.).

diritto societario il ha determinato la risoluzione di ogni dubbio in ordine all'art. 2358 c.c. ed il *merger leveraged buy-out*. Si veda, ad esempio, V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, in *Soc.*, 2010, 8, pp. 959-970, secondo cui «in primo luogo viene vista positivamente dal legislatore l'acquisizione del controllo di società. L'acquisizione consiste nell'acquistare le azioni o le quote di una società. Quando la percentuale acquistata supera una certa soglia, l'acquirente arriva a esercitare il controllo. Il legislatore vede positivamente il fenomeno dell'acquisizione in quanto esso consente di cambiare il controllo delle società e, per questo verso, di dare dinamismo all'economia. Frapporre inutili ostacoli alla circolazione delle partecipazioni sociali, in particolare per quanto riguarda le società di capitali, rappresenterebbe una scelta di politica legislativa che impedisce lo scambio di ricchezza e la creazione di valore per l'intero sistema economico». L'autore ha altresì affermato, in relazione all'art. 2501-*bis* c.c., che «il legislatore [...] considera questa modalità di acquisizione del controllo di società perfettamente legittima». Infine Sangiovanni, nel valutare un'eventuale irregolarità commessa in violazione della procedura disposta dall'art. 2501-*bis* c.c., non fa alcun riferimento ad una possibile violazione dell'art. 2358 c.c., e rinvia alle tutele previste in via generale dall'ordinamento giuridico: «nel corso della procedura di fusione si possono però verificare irregolarità di diverso tipo. Senza entrare in eccessivo dettaglio in questa sede, si può pensare alla mancanza totale della documentazione prescritta dall'art. 2501-*bis* c.c. Più frequente sarà non tanto la mancanza, quanto piuttosto la insufficienza dei documenti che la legge esige. Un'irregolarità tipica consisterà pertanto nella omissione delle informazioni prescritte. Ad esempio, con riferimento al progetto di fusione, potrebbe capitare che non vengano indicate le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni. Oppure, nel caso della relazione dell'organo amministrativo, si immagini che non vengano indicate le ragioni che giustificano l'operazione. Laddove le condizioni fissate dall'art. 2501-*bis* c.c. non fossero osservate, i soggetti interessati possono reagire con i rimedi che l'ordinamento loro riconosce. Secondo le regole generali, i rimedi esperibili sono l'invalidità e il risarcimento del danno. Più nello specifico, le possibili azioni dei soggetti coinvolti possono indirizzare contro le deliberazioni di fusione, se reputate illegittime. E dunque, limitandoci per semplicità alla s.p.a., si potrà far valere l'annullabilità (art. 2377 c.c.) oppure la nullità (art. 2379 c.c.) delle deliberazioni».

Vale la pena notare sin d'ora che la formulazione di tale articolo non opera alcuna distinzione tra fusione diretta (*newco* incorporante la *target*) e fusione inversa (società bersaglio incorporante la *newco*), privando in tal modo di fondamento uno degli argomenti principali sostenuto dalla dottrina contraria alle operazioni di MLBO, ossia che, con la fusione inversa, si realizzasse in modo immediato la coincidenza tra società *target* e società garante del debito, determinando così una violazione immediata dell'art. 2358 c.c.¹²⁹

L'art. 2501-*bis* c.c. contempla, quindi, quelle operazioni che si caratterizzano per la compresenza delle seguenti circostanze: *i*) si ha una fusione tra due società; *ii*) una delle due società coinvolte detiene il controllo dell'altra; *iii*) tale controllo viene acquisito mediante il ricorso ad indebitamento¹³⁰, che assicura le risorse necessarie per procedere all'acquisizione; *iv*) il patrimonio della società controllata, per effetto della fusione, viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso dei debiti di cui al punto precedente.

Prima di proseguire con la trattazione relativa alla descrizione e all'analisi delle varie fasi in cui si articola il *merger leveraged buy-out*, è opportuno premettere che, ad eccezione delle previsioni di cui all'art. 2501-*bis* c.c., non esiste una disciplina *ad hoc* applicabile alla tecnica finanziaria in esame. Ne deriva che, ferma restando l'applicazione dell'art. 2501-*bis* c.c., al MLBO si applicheranno le norme che

¹²⁹ Nell'ipotesi di *reverse merger*, infatti, la *target* si accolla con immediata evidenza il debito mirato all'acquisizione della stessa società obiettivo e contratto dalla *newco*; ciò comporta che il patrimonio della società bersaglio venga direttamente ed inevitabilmente ad essere destinato a garanzia del debito sorto per l'acquisto della stessa società garante.

¹³⁰ A questo proposito è stato rilevato che «pare corretto ritenere che rilevinò anche le passività contratte per l'acquisizione di una partecipazione che non conferisce di per sé il controllo della partecipata all'acquirente, ma che sia comunque in grado di garantire l'acquisizione di detto controllo se sommata ad altre partecipazioni detenute dall'acquirente (a prescindere dal fatto che tali altre partecipazioni siano state anch'esse acquisite con indebitamento o senza indebitamento)» (E. ZANETTI, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: ambito di applicazione della procedura «rafforzata» ex art. 2501-bis c.c.*, in *Fisco*, 2010, 47, p. 7638).

comunemente presiedono alla realizzazione di ciascuna delle singole fasi in cui tale operazione si articola, vale a dire precisamente: costituzione della *newco* preposta all'acquisizione della *target*; ottenimento del finanziamento da parte della *newco*, in modo tale da reperire le risorse finanziarie funzionali all'acquisto della società bersaglio; acquisizione della *target*; attuazione della fusione tra *newco* e società bersaglio (e la conseguente ristrutturazione del debito).

2. Identificazione della *target*

Come anticipato, le operazioni di *merger leveraged buy-out* si suddividono in più fasi concatenate le une alle altre.

In via preliminare, colui che intende realizzare un MLBO deve procedere all'identificazione di una società *target*, che sia in possesso di specifiche caratteristiche che la rendano idonea ad essere l'obiettivo di un'operazione di acquisizione mediante indebitamento. Si tratta di caratteristiche che consentono di limitare i rischi insiti nell'operazione di acquisizione e garantirne l'esito positivo: non tutte le società presentano tali prerogative e, conseguentemente, non tutte le società sono suscettibili di costituire il bersaglio di un LBO.

Quanto alle caratteristiche della società *target*, è di primaria importanza che essa presenti un basso grado di leva finanziaria (quindi abbia un'adeguata struttura finanziaria, soprattutto per quanto concerne il rapporto tra *equity* e *debt*), e sia inoltre in grado di accollarsi il debito contratto dalla *newco* e provvedere al suo rimborso (comprensivo di capitale ed interessi). Con riferimento in particolare a questa seconda caratteristica, occorre accertare in concreto *i*) se la *target* sia in grado di generare, nel breve-medio periodo, elevati *cash flows* e/o *ii*) se la *target* sia titolare di cespiti o rami aziendali che, qualora si renda necessario, si prestino ad essere ceduti nel

contesto di un *asset stripping* (ovviamente senza pregiudicare l'attività produttiva)¹³¹.

Ulteriori fattori incidono sull'esito positivo di un *merger leveraged buy-out*, come le competenze professionali e le capacità gestionali del *management* che si trova ad amministrare la società in seguito all'acquisizione (soprattutto se l'impresa acquisita si trova in stato di crisi e necessita di ristrutturazione). Le qualità del *management*, infatti, rappresentano una *condicio sine qua non* dell'esito positivo dell'operazione.

Un altro fattore incisivo riguarda lo stato del settore di attività della società obiettivo, il quale deve trovarsi in una fase di maturità che sia caratterizzata da una tecnologia stabile in termini di processo e di prodotto. Qualora, infatti, il settore di mercato fosse caratterizzato da una diffusa spinta all'innovazione di prodotto (cioè miglioramento di un prodotto preesistente o creazione di un nuovo prodotto migliore) o di processo (miglioramento di un processo produttivo preesistente o creazione di un nuovo processo produttivo migliore), allora, nella situazione *post-fusione*, potrebbe rivelarsi assai arduo per la *newco* competere con le altre imprese in termini di avanzamento tecnologico, col rischio di uscire dal mercato.

Inoltre, è preferibile che la società bersaglio vanti una posizione consolidata nel mercato, in modo che non siano necessari, almeno nel periodo immediatamente successivo all'operazione di LBO, cospicui investimenti, i quali richiederebbero maggior capitale circolante e quindi potrebbero far sorgere difficoltà relativamente al rimborso del debito originariamente contratto dalla *newco*. Per tali motivi, prima di compiere l'acquisizione, si effettua un'analisi sia dell'azienda (situazione economica, finanziaria e patrimoniale storica, attuale e prospettica), sia del mercato. Sono, quindi, esaminati in primo luogo i bilanci degli esercizi antecedenti (almeno fino al

¹³¹ In questo senso anche M. CONFALONIERI, *op. cit.*, pp. 101-102 e A. MORANO, *Leveraged Buy-out. Aspetti finanziari giuridici e contrattuali*, Milano, 1989, pp. 37-38.

quinto anno precedente), il *business plan*¹³² e, tra l'altro, il conto previsionale (relativo ai successivi cinque esercizi). Per quanto concerne l'analisi del mercato, vengono, invece, considerate numerose variabili, quali il tasso di crescita del mercato negli ultimi cinque anni, le aspettative di crescita nei cinque anni futuri, le imprese *leader* del settore, l'esistenza o meno di barriere all'entrata, l'attrattività del settore.

Una volta identificata la società bersaglio, si apre la fase delle trattative tra i soci di maggioranza di questa e i soggetti promotori del *merger leveraged buy-out*; tale fase si concretizza di norma nella produzione di una lettera di intenti¹³³.

¹³² Noto anche come piano industriale, «è il documento che illustra in termini qualitativi e quantitativi le intenzioni del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici e soprattutto diffonde la stima dei risultati attesi. Il piano è redatto inquadrando l'azienda all'interno del suo settore di appartenenza e dell'ambiente competitivo, con una descrizione dettagliata del management e della compagine societaria. (...) A differenza di documenti altrettanto importanti quali ad esempio il bilancio, non vi sono norme precise per la compilazione del piano industriale, né una struttura standardizzata.» (dal sito www.borsaitaliana.it). Il *management* può eventualmente predisporre anche piani industriali nell'ipotesi di prospettive ottimistiche o pessimistiche (*best* o *worst case*).

¹³³ Nota anche come *memorandum of understanding* o *head of agreement*, la lettera d'intenti è un documento non vincolante per le parti: ne consegue che un eventuale abbandono delle trattative non comporta penali a carico del soggetto che rinuncia a porre in essere l'operazione. Ciononostante, si noti che nel nostro ordinamento la fase delle trattative resta subordinata alla disciplina di cui agli artt. 1337 e 1338 c.c. In particolare, l'art. 1337 (*Trattative e responsabilità contrattuale*) impone alle parti di comportarsi secondo buona fede, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto. La buona fede si esplica in una serie di doveri in capo alle parti, come il dovere di chiarezza, di segretezza e di riservatezza (spesso formalizzato con l'inserimento di una clausola di riservatezza), ed il dovere di informazione nei confronti della controparte, in relazione ad ogni circostanza rilevante legata all'operazione. Infatti l'art. 1338 (*Conoscenza delle cause di invalidità*) può essere considerato come una declinazione del principio di buona fede ex art. 1337, in quanto prevede che la parte che non abbia dato notizia all'altra parte dell'esistenza di una causa di invalidità del contratto (conoscendo o dovendo conoscere tale causa di invalidità) sia tenuta a risarcire il danno risentito dalla controparte per aver confidato, senza sua colpa, nella validità del contratto. Secondo l'orientamento tradizionale, si è quindi nell'ambito della responsabilità pre-contrattuale o extra-contrattuale (*culpa in contrahendo*); non si tratta di responsabilità contrattuale, dal momento che non sussiste per le parti un obbligo a stipulare il contratto; sussiste invece un obbligo a comportarsi secondo buona fede, in modo da non indurre - in modo doloso o colposo - la controparte a confidare nella conclusione del contratto stesso. Sul punto merita di essere menzionato anche l'orientamento recentemente elaborato dalla giurisprudenza di legittimità (cfr. Cassazione Civile, sez. I, sentenza 12/07/2016 n° 14188),

3. Costituzione della *newco*

Nella seconda fase dell'operazione, il soggetto promotore del *merger leveraged buy-out* procede alla costituzione di una società, detta *newco*, la cui unica funzione, come anticipato, è sostanzialmente quella di rilevare le partecipazioni (nella loro totalità o comunque il pacchetto di controllo) della società *target*.

Peraltro, è opportuno evidenziare che colui che intende realizzare il *leveraged buy-out* già potrebbe disporre di una struttura societaria utilizzabile ai fini dell'acquisizione della società obiettivo, senza quindi necessità di costituire una nuova società. Questa ipotesi, tuttavia, si verifica di rado, in quanto, anche qualora si disponesse di una struttura di questo tipo, risulterebbe in ogni caso conveniente la costituzione di una *newco*, per non esporre a rischio il patrimonio della propria struttura (soprattutto laddove si tratti di una società operativa).

La *newco* può assumere qualsivoglia forma societaria; l'esperienza insegna, tuttavia, che sul mercato tende a prediligersi il modello delle società di capitali, ed in particolare della società per azioni. Tale prassi si è formata ed affermata soprattutto a causa dei vantaggi (di natura legale e sostanziale) legati a questa scelta: si pensi, *inter alia*, alla facoltà delle s.p.a. di emettere prestiti obbligazionari, oppure ancora alla possibilità di emettere azioni appartenenti a categorie cosiddette «speciali»¹³⁴.

secondo cui la responsabilità pre-contrattuale sarebbe riconducibile ad un *tertium genus* di responsabilità (quindi né contrattuale, né extra-contrattuale), vale a dire la c.d. «responsabilità da contatto sociale». Si tratta, nel dettaglio, di una forma di responsabilità al confine tra contratto e torto, che nasce dal contatto sociale tra le parti e vincola le medesime a rispettare l'obbligo di buona fede e i correlati obblighi di informazione e protezione.

¹³⁴ L'art. 2348, comma 2, c.c. sancisce due principi, che sono rispettivamente il principio di atipicità delle categorie speciali di azioni e il principio di libera determinazione del contenuto delle categorie azionarie. Ai sensi del primo, lo statuto può prevedere la creazione di categorie speciali di azioni che siano fornite di diritti diversi; il secondo, invece, consente che la società possa liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie, pur nei limiti imposti dalla legge (come il requisito che le azioni appartenenti alla medesima categoria debbano conferire uguali diritti ex art. 2348, comma 3, c.c.). Come evidenziato da autorevole dottrina, «la possibilità di determinare liberamente il contenuto delle azioni delle varie

Sul piano pratico, di norma lo statuto della *newco* viene predisposto quanto più possibile in modo conforme a quello della *target*, ad esempio prevedendo clausole che siano coerenti con quelle dello statuto della società obiettivo. Un'importante accortezza consiste nel prevedere un oggetto sociale che sia pressoché uguale a quello della società bersaglio, in modo che, in occasione della fusione tra *newco* e *target*, sia possibile prevenire (o quantomeno limitare) le cause legali di recesso dei soci di minoranza della società bersaglio fondate sull'avvenuta modifica dell'oggetto sociale¹³⁵.

Per quanto riguarda nello specifico la posizione dei soci di minoranza della *target*, si noti che questi ultimi hanno diritto ad un maggior grado di informazione, funzionale a garantire una più consapevole scelta in merito all'esercizio del diritto di opposizione ovvero di recesso. A tal fine, considerando che la documentazione prevista ai sensi dell'art. 2501-bis c.c. è sostanzialmente una mera rappresentazione della situazione economica e finanziaria delle società partecipanti alla fusione, si renderà necessaria un'integrazione di tali informazioni, mediante la rivelazione di ulteriori dettagli in ordine, tra l'altro, alla configurazione dell'assetto societario *post*-fusione e alla determinazione del rapporto di cambio, in modo che i soci di

categorie vale a chiarire che la menzione da parte della legge di una determinata categoria [...] non ha valore di *numerus clausus*» (N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in AA. VV., *Le società per azioni*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2010, p. 265). Pertanto, le categorie di azioni tipiche e il potere di crearne nuove atipiche consentono all'autonomia statutaria un'ampia discrezionalità nel disciplinare le varie categorie di azioni. I margini d'intervento possono in particolare riguardare i diritti amministrativi (creando così, in conformità a quanto previsto dall'art. 2351, comma 2, c.c., azioni senza voto, azioni a voto limitato a particolari argomenti, azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative), i diritti patrimoniali (come le azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore – ex art. 2350 c.c. – ovvero le azioni a diversa incidenza nelle perdite – ex art. 2348, comma 2, c.c.) ovvero i diritti intersoggettivi tra soci o tra soci e società (ad esempio le azioni riscattabili di cui all'art. 2437-sexies c.c.).

¹³⁵ Se il socio di minoranza della società bersaglio esercita il diritto di recesso, il valore della quota da liquidare viene determinato sulla base del prezzo pagato dalla *newco* per l'acquisto del pacchetto di controllo.

minoranza siano così in grado di ponderare la convenienza della fusione¹³⁶.

La costituzione della *newco* è soggetta alle disposizioni normative che presiedono alla costituzione di qualsiasi società.

Pertanto, qualora sia stato deciso che la *newco* debba rivestire la forma della società per azioni, la relativa costituzione dovrà avvenire a norma dell'art. 2329 c.c., secondo cui «per procedere alla costituzione della società è necessario: 1) che sia sottoscritto per intero il capitale sociale¹³⁷; 2) che siano rispettate le previsioni degli articoli 2342, 2343 e 2343-ter relative ai conferimenti¹³⁸; 3) che sussistano le autorizzazioni e le altre condizioni richieste dalle leggi speciali per la costituzione della società, in relazione al suo particolare oggetto¹³⁹».

¹³⁶ Taluni hanno anche sostenuto che per garantire una maggior tutela dei soci di minoranza bisognerebbe predisporre dei documenti assembleari in cui sia riportato il valore della partecipazione dei soci esterni (si veda, *inter alios*, M. S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose* (merger leveraged buy out), in *Riv. Soc.*, 2004, 2-3, p. 267).

¹³⁷ Ai fini della costituzione di s.p.a, il capitale minimo attualmente richiesto dalla legge è di € 50.000 (art. 2327 c.c.).

¹³⁸ Le disposizioni citate sono finalizzate a tutelare i creditori (per i quali il capitale sociale rappresenta l'unica garanzia, data l'autonomia patrimoniale perfetta che contraddistingue s.p.a. e s.r.l.), in particolare nell'ipotesi di conferimenti di crediti o beni in natura. Per cui, ad esempio, l'art. 2342 c.c. (*Conferimenti*) prevede l'obbligo di effettuare il conferimento in denaro, se nell'atto costitutivo non è stabilito diversamente; ancora, impone il versamento presso una banca di almeno il 25% dei conferimenti in denaro (nel caso di s.p.a. unilaterale, l'intero ammontare), alla sottoscrizione dell'atto costitutivo. Nell'ipotesi di conferimenti di beni in natura e di crediti devono essere rispettate ulteriori disposizioni: in particolare, l'art. 2343 prescrive la presentazione di una «relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo e i criteri di valutazione seguiti»; la valutazione contenuta nella relazione (che deve essere allegata all'atto costitutivo) dovrà poi essere oggetto da parte degli amministratori di un controllo, da svolgersi entro 180 giorni, al fine di accertare la correttezza della stima dell'esperto. L'art. 2343-ter elenca i casi in cui non è richiesta la relazione dell'esperto, anche se in presenza di conferimenti di crediti e beni in natura.

¹³⁹ Si pensi, a titolo esemplificativo, alla costituzione di una società avente ad oggetto l'esercizio di attività bancaria: l'art. 14 del d.lgs.385/1993 (Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) impone una serie di requisiti che devono sussistere affinché la Banca

Condizioni analoghe valgono nell'ipotesi di costituzione di società a responsabilità limitata: la società dovrà essere dotata del capitale minimo richiesto dal legislatore¹⁴⁰ e dovranno essere rispettate le norme sui conferimenti (artt. 2464, 2465 e 2466 c.c.¹⁴¹).

L'atto costitutivo dovrà poi essere redatto nella forma di atto pubblico, a pena di nullità della società, e dovrà contenere le indicazioni individuate, rispettivamente, dall'art. 2328 c.c.¹⁴² per le s.p.a. e dall'art. 2463 c.c.¹⁴³ per le s.r.l.

d'Italia rilasci l'autorizzazione necessaria per l'esercizio dell'attività bancaria (esempio: deve essere adottata la forma di società per azioni o di società cooperativa per azioni a responsabilità limitata; la società deve presentare un programma concernente l'attività iniziale, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto).

¹⁴⁰ In base alla normativa attuale, il capitale minimo ai fini della costituzione di s.r.l. e s.r.l.s. è pari a, rispettivamente, € 10.000 (art. 2463, comma 2, n. 4, c.c.) e € 1 (art. 2463-bis, comma 2, n. 3, c.c.).

¹⁴¹ Gli articoli citati richiamano, in gran parte, le stesse disposizioni previste nell'ipotesi di conferimenti effettuati in una società per azioni (in particolare, le medesime cautele richieste nell'ipotesi di conferimenti di crediti e beni in natura, come ad esempio l'obbligo di presentare la relazione giurata di un esperto – che nel caso di s.r.l. si precisa debba essere revisore legale o società di revisione legale iscritti nell'apposito registro –, da allegarsi all'atto costitutivo, e contenente «la descrizione dei beni o crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo»).

¹⁴² Art. 2328 c.c. (*Atto costitutivo*): «La società può essere costituita per contratto o per atto unilaterale. L'atto costitutivo deve essere redatto per atto pubblico e deve indicare: 1) il cognome e il nome o la denominazione, la data e il luogo di nascita o lo Stato di costituzione, il domicilio o la sede, la cittadinanza dei soci e degli eventuali promotori, nonché il numero delle azioni assegnate a ciascuno di essi; 2) la denominazione e il comune ove sono poste la sede della società e le eventuali sedi secondarie; 3) l'attività che costituisce l'oggetto sociale; 4) l'ammontare del capitale sottoscritto e di quello versato; 5) il numero e l'eventuale valore nominale delle azioni, le loro caratteristiche e le modalità di emissione e circolazione; 6) il valore attribuito ai crediti e beni conferiti in natura; 7) le norme secondo le quali gli utili devono essere ripartiti; 8) i benefici eventualmente accordati ai promotori o ai soci fondatori; 9) il sistema di amministrazione adottato, il numero degli amministratori e i loro poteri, indicando quali tra essi hanno la rappresentanza della società; 10) il numero dei componenti il collegio sindacale; 11) la nomina dei primi amministratori e sindaci ovvero dei componenti del consiglio di sorveglianza e, quando previsto, del soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti; 12) l'importo globale, almeno approssimativo, delle spese per la costituzione poste a carico della società; 13) la durata della società ovvero, se la società è costituita a tempo indeterminato, il periodo di tempo, comunque non superiore ad un anno, decorso il quale il socio potrà recedere. Lo statuto contenente le norme relative al funzionamento della società, anche se

4. Ottenimento del finanziamento

Come affermato in precedenza, la *newco* non è una società operativa, bensì una «scatola vuota» (o «società-guscio») avente la sola funzione di realizzare l'operazione di acquisizione della *target*. Per questo motivo, i soci della *newco* non hanno alcun interesse a dotare la medesima di una struttura operativa, e si limitano a conferire alla *newco* il capitale sociale minimo richiesto dalla legge ai fini della costituzione della società.

Pertanto, al fine di portare a compimento l'acquisizione, non saranno sufficienti le risorse finanziarie proprie della *newco*, ma si renderanno necessari ulteriori mezzi, da reperirsi mediante finanziamenti da parte di soggetti terzi – per lo più banche, istituti finanziari e intermediari finanziari.

Dal momento che il finanziamento può assumere la forma di qualsiasi negozio giuridico previsto nel sistema legislativo italiano – non rilevando in alcun caso la tipologia di contratto¹⁴⁴ (mutuo, prestito obbligazionario, fido, apertura di credito, sottoscrizione di uno strumento finanziario

forma oggetto di atto separato, costituisce parte integrante dell'atto costitutivo. In caso di contrasto tra le clausole dell'atto costitutivo e quelle dello statuto prevalgono le seconde».

¹⁴³ Art. 2463 c.c. (*Costituzione*): «La società può essere costituita con contratto o con atto unilaterale. L'atto costitutivo deve essere redatto per atto pubblico e deve indicare: 1) il cognome e il nome o la denominazione, la data e il luogo di nascita o lo Stato di costituzione, il domicilio o la sede, la cittadinanza di ciascun socio; 2) la denominazione, contenente l'indicazione di società a responsabilità limitata, e il comune ove sono poste la sede della società e le eventuali sedi secondarie; 3) l'attività che costituisce l'oggetto sociale; 4) l'ammontare del capitale, non inferiore a diecimila euro, sottoscritto e di quello versato; 5) i conferimenti di ciascun socio e il valore attribuito ai crediti e ai beni conferiti in natura; 6) la quota di partecipazione di ciascun socio; 7) le norme relative al funzionamento della società, indicando quelle concernenti l'amministrazione, la rappresentanza; 8) le persone cui è affidata l'amministrazione e l'eventuale soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti; 9) l'importo globale, almeno approssimativo, della spesa per la costituzione poste a carico della società. Si applicano alla società a responsabilità limitata le disposizioni degli articoli 2329, 2330, 2331, 2332 e 2341».

¹⁴⁴ «Rientrano nel concetto di finanziamento anche le somme erogate tramite finanziamenti dei soci e i versamenti in conto futuro aumento di capitale, nonché gli interessi per dilazione di pagamento del debito stesso mentre si escludono i versamenti in conto capitale. Ovviamente non sono da ricomprendere i debiti connessi all'acquisizione dei valori produttivi (debiti v/fornitori)» (M. CONFALONIERI, *op. cit.*, p. 104).

partecipativo, ecc.) – la fase dell’operazione di MLBO attinente al reperimento del finanziamento non presenta rilevanti particolarità sotto il profilo giuridico.

Rispetto alla natura del finanziamento, è possibile distinguere due categorie: il finanziamento puro, secondo un’accezione stretta, (denominato anche *lending*), ed il finanziamento consistente nella partecipazione al capitale di rischio (*equity*). La scelta della tipologia di finanziamento a cui ricorrere è frutto di un’analisi che tiene conto di diverse variabili quali, ad esempio, la capacità di rimborso della società *target*, il mantenimento di un livello di liquidità idoneo del capitale circolante, l’entità delle garanzie da prestare al soggetto finanziatore, la possibilità di detrarre fiscalmente gli interessi passivi, la posizione finanziaria netta dell’azienda acquisita.

Ai fini della realizzazione del *merger leveraged buy-out* normalmente i finanziatori concedono a beneficio della *newco* un duplice finanziamento.

Il primo finanziamento viene erogato nel corso della fase iniziale dell’operazione (cioè prima della fusione) e viene definito “*bridge loan*” (letteralmente «prestito ponte»), per tale intendendosi un prestito a breve termine, funzionale solo all’acquisto del controllo societario della *target* e propedeutico ad un successivo finanziamento.

Il successivo finanziamento corrisponde, in particolare, alla figura del *senior loan* (prestito *senior*), il quale viene concesso alla società risultante dalla fusione tra la *newco* e la *target*, a scopo di «ripiamento del debito contratto in relazione al primo finanziamento [i.e. il *bridge loan*]»¹⁴⁵.

Il *senior loan* si caratterizza per avere priorità di rimborso rispetto agli altri finanziamenti concessi ai fini del MLBO, ed ha inoltre una durata considerevolmente lunga (compresa tra cinque ed otto anni) ed è in genere rimborsato mediante il pagamento di rate semestrali, comprensive della quota capitale e della quota interessi.

¹⁴⁵ G. DINACCI, S. PAGLIANTINI, *op. cit.*, p. 336

Oltre al *bridge loan* e al *senior loan* si distinguono due ulteriori tipologie di finanziamenti: il *mezzanine loan* e il *junior loan*.

Il *mezzanine loan* («prestito mezzanino») si colloca in posizione intermedia tra il *senior loan* e l'*equity*, avendo esso priorità di rimborso inferiore al primo, ma superiore al secondo: «naturalmente, questo maggiore rischio dei detentori di questo debito viene ricompensato con una maggiore remunerazione. Ricorrono a questa forma di finanziamento sia le imprese che gli investitori che vogliono finanziare un'acquisizione con un LBO o un MBO»¹⁴⁶.

Più rischioso (e quindi più remunerativo) del *mezzanine loan* è invece la tipologia di finanziamento denominata "*junior loan*" («prestito subordinato») che determina un'esposizione debitoria destinata ad esser rimborsata in via subordinata rispetto alle altre.

Per quanto concerne il tema delle garanzie a supporto dei finanziamenti, si evidenzia anzitutto come il *bridge loan* non sia di regola accompagnato da garanzie reali, poiché la *newco* generalmente non dispone di *assets* da concedere in garanzia (e quindi i finanziatori possono fare affidamento soltanto sulla redditività della società obiettivo).

L'impossibilità di costituire garanzie reali comunque non preclude agli enti finanziatori di subordinare l'erogazione del *bridge loan* alla concessione di una altra forma di garanzia personale da parte del titolare della *newco*.

Rispetto invece alle altre tipologie di finanziamento diverse dal *bridge loan* (cioè il *senior loan*, il *mezzanine loan* e il *junior loan*), di norma la società risultante dalla fusione è tenuta a costituire a beneficio degli enti finanziatori garanzie reali a copertura dei propri obblighi di pagamento.

Tipicamente le garanzie reali in questione sono il pegno sulle quote o azioni della società *post*-fusione e l'ipoteca sui beni immobili facenti parte del patrimonio di quest'ultima.

¹⁴⁶ Dal sito www.ilsole24ore.com.

In aggiunta alle suddette garanzie, altro strumento di tutela di cui possono avvalersi i finanziatori sono i c.d. *covenants*.

Il *covenant* «rappresenta una pattuizione contrattuale a tutela del credito del finanziatore, che non si basa sul ricorso a forme di garanzia reale, bensì sull'utilizzo di clausole contrattuali inserite nei contratti di finanziamento a medio-lungo termine, tipicamente per affidamenti concessi a scopo produttivo e commerciale. [...] È una clausola tipica dei contratti creditizi a medio e lungo termini, che generalmente riconosce il diritto all'ente finanziatore di rinegoziare o revocare il credito, qualora le condizioni contenute in tali clausole vengano violate»¹⁴⁷.

Le condizioni cui si fa riferimento sono prescrizioni inserite nel contratto e inerenti alle modalità di esercizio dell'impresa, che il debitore si impegna a rispettare al fine di preservarne l'affidabilità e la capacità creditizia. I *covenants* possono sancire a carico del debitore obbligazioni di fare (*affirmative covenant*) ovvero obbligazioni di non fare (*negative covenant*)¹⁴⁸.

Anche l'emissione di obbligazioni rappresenta uno strumento molto utilizzato nel contesto dei *merger leveraged buy-out* in quanto, oltre a consentire il reperimento di fondi finanziari, presenta il notevole vantaggio di poter riallocare le obbligazioni sul mercato. Tale mezzo di raccolta di risorse finanziarie rientra tra i «privilegi» delle società per azioni e in accomandita per azioni, dal momento che l'ordinamento non attribuisce anche alle società a responsabilità limitata la facoltà di emettere obbligazioni¹⁴⁹. L'emissione

¹⁴⁷ F. LENOCI, G. MALERBI, S. PEOLA, *Riforma dei diritti industriali e Basilea 2*, Ipsa, 2006, p. 424

¹⁴⁸ A titolo esemplificativo, può essere inserita, tra gli *affirmative covenant*, l'assunzione da parte della *newco* dell'impegno a mantenere, entro certi limiti prestabiliti, alcuni indicatori di bilancio; superati tali limiti, può essere previsto il rimborso anticipato del prestito *senior*. Esempio di *negative covenant* può invece essere il divieto, in capo alla *newco*, di accordare altri prestiti aventi priorità di rimborso rispetto al *senior debt*.

¹⁴⁹ L'art. 2483 c.c., tuttavia, riconosce alle s.r.l. la facoltà di emettere «titoli di debito», previa espressa indicazione in tal senso nell'atto costitutivo. L'utilizzo da parte del legislatore dell'espressione «titoli di

obbligazionaria è soggetta alla disciplina civilistica degli artt. 2410-2420-*ter* c.c., a cui si rimanda per maggiori dettagli. In questa sede, si evidenzia che l'attuale art. 2412, comma 1, c.c., permette di «emettere obbligazioni al portatore o nominative per una somma complessiva non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato», con l'eccezione di alcune ipotesi tassativamente identificate, alle quali non si applicano questi limiti¹⁵⁰. Oltre alla possibilità di scegliere tra obbligazioni nominative o al portatore, la società può optare anche per l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni o titoli della stessa società (o anche di altra società, ad esempio appartenente al medesimo gruppo), *ex art. 2420-bis* c.c.

debito» induce a ritenere che debba trattarsi di «documenti incorporanti un diritto alla restituzione, almeno, della somma in linea di capitale prestata dalla società», propendendo per l'esclusione della possibilità per le s.r.l. di emettere «titoli ibridi, che coniughino cioè diritti strettamente patrimoniali a forme più o meno estese di partecipazione o interferenza con i diritti amministrativi dei soci» (così G. OLIVIERI, G. PRESTI, F. VELLA (a cura di), *Il diritto delle società / Associazione Disiano Preite*, Bologna, 2012, p. 263). L'emissione di titoli di debito da parte di società a responsabilità limitata è consentita dal legislatore nel rispetto di alcune condizioni: i titoli emessi «possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima», *ex art. 2483*, comma 2, c.c.

¹⁵⁰ Art. 2412 c.c.: il limite può essere superato: (a) «se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali» (comma 2); (b) se le obbligazioni emesse sono garantite «da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi» (comma 3); (c) in caso di emissione di «obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni» (comma 5); (d) «quando ricorrono particolari ragioni che interessano l'economia nazionale, la società può essere autorizzata con provvedimento dell'autorità governativa, ad emettere obbligazioni per somma superiore a quanto previsto nel presente articolo, con l'osservanza dei limiti, delle modalità e delle cautele stabilite nel provvedimento stesso» (comma 6).

In alternativa all'emissione di obbligazioni, è possibile reperire i fondi necessari ai fini dell'acquisizione anche mediante l'emissione di strumenti finanziari partecipativi.

L'emissione di strumenti finanziari partecipativi deve avvenire in conformità a quanto disposto dall'art. 2346, comma 6, c.c., che recita così: «Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione».

Parte della dottrina¹⁵¹ ha definito come «ibridi» gli strumenti finanziari contemplati dall'ultimo comma dell'art. 2346 c.c., al fine di distinguerli dagli altri strumenti finanziari partecipativi *ex art.* 2411 c.c. La natura ibrida deriverebbe in particolare dalla circostanza che gli strumenti finanziari in esame non si limitano ad attribuire al titolare il diritto al rimborso, ma conferiscono in capo a quest'ultimo anche diritti di natura amministrativa.

Gli strumenti partecipativi vengono emessi a fronte di un apporto distinto rispetto al conferimento che si esegue in sede di sottoscrizione delle azioni; normalmente, tale apporto è in denaro o in natura, ma la normativa civilistica prevede espressamente la possibilità di apporto di opera o servizi. Esempi di diritti patrimoniali che possono essere attribuiti mediante gli strumenti partecipativi sono: il diritto ad una quota degli utili ovvero ad una remunerazione fissa o indicizzata; nel campo invece dei diritti amministrativi, lo strumento partecipativo può, ad esempio, conferire il diritto di nominare figure dirigenziali, o di essere consultati in sede di redazione del bilancio, o ancora di ispezionare i libri sociali.

¹⁵¹ Si veda, *inter alios*, M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, in *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, 26, Milano, 2006, 10 e ss.

Si noti infine che, dal momento che la *newco* non dispone né di risorse finanziarie sufficienti per realizzare autonomamente l'acquisizione, né di un patrimonio che possa concedere in garanzia ai finanziatori, questi ultimi possono fare affidamento esclusivamente sul patrimonio della *target*.

Si comprende quindi il motivo per cui i soggetti finanziatori del MLBO hanno solitamente un particolare interesse affinché l'attività di *due diligence*¹⁵² relativa all'operazione di acquisizione venga svolta in modo adeguato ed esaustivo, in modo da ottenere tutte le informazioni relative alla *target* (con particolare riferimento al *business*, al settore di mercato e ai dati economico-finanziari) e così valutare ponderatamente la convenienza dell'intera operazione.

5. Acquisizione della società obiettivo

Ottenuto il finanziamento, la *newco* procede all'acquisizione della società obiettivo. Nel contesto delle operazioni di *merger & acquisition* (ivi incluso, quindi, il *merger leveraged buy-out*), «l'obiettivo di acquisire un complesso di beni e subentrare nell'attività d'impresa svolta da un determinato soggetto tramite tali beni può essenzialmente essere perseguito attraverso due tipiche e distinte modalità»¹⁵³.

L'acquisizione della società obiettivo può infatti avvenire o direttamente (attraverso l'acquisto del complesso aziendale di cui essa si avvale per l'esercizio della propria attività d'impresa), o indirettamente (ossia mediante il conseguimento di una partecipazione totalitaria o comunque di maggioranza all'interno del capitale sociale della *target*).

¹⁵² Per *due diligence* si intende la «indagine conoscitiva attraverso la quale sono raccolte informazioni su un'impresa, nell'ottica di accertarne lo "stato di salute" e, in particolare, per valutare in modo più consapevole le opportunità e le criticità in relazione a differenti ambiti» (M. FAZZINI, *Due Diligence*, IPSOA, 2015, p. 3). Lo scopo ultimo dell'attività di *due diligence* è quindi quello di mettere i contraenti in condizione di poter valutare la convenienza dell'affare che intendono concludere, in modo che gli stessi possano identificare i potenziali rischi dell'operazione e negoziare termini e condizioni contrattuali che riflettano le specifiche esigenze del caso concreto.

¹⁵³ S. LANTINO, P. CASUCCI, G. LIMIDO, *Acquisizioni di aziende e partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, Milano, 2010, p. 21.

Per quanto concerne la variante consistente nell'acquisto dei beni aziendali, le parti sono tenute a realizzare il trasferimento dell'azienda in conformità alle relative disposizioni civilistiche¹⁵⁴ (cui si rimanda per maggiori approfondimenti).

Nella prassi tende comunque a prediligersi la seconda alternativa poiché risulta decisamente più agevole conseguire il controllo di una società attraverso l'acquisto del relativo pacchetto azionario.

La cessione di azioni è, in linea di principio, libera, fermo restando l'obbligo di rispettare l'art. 2355 c.c.¹⁵⁵, che sancisce la disciplina in tema di trasferimento delle azioni nelle ipotesi di mancata emissione dei titoli azionari, e circolazione delle azioni al portatore, delle azioni nominative, nonché di quelle dematerializzate.

Nel caso concreto possono sussistere ostacoli al libero trasferimento delle partecipazioni azionarie: si fa riferimento, in particolare, alle cosiddette cause di prelazione, le quali possono essere inserite nello statuto della società al fine di imporre al socio – intenzionato a cedere le proprie azioni – di offrirle in via prioritaria agli altri soci, che hanno diritto ad essere preferiti, a parità di condizioni contrattuali, rispetto ad eventuali terzi interessati. Considerazioni analoghe valgono per la circolazione delle quote rappresentative del capitale sociale delle s.r.l.: l'art.

¹⁵⁴ La cessione d'azienda (o di ramo d'azienda) è disciplinata dagli artt. dal 2556 al 2560 c.c., salvo per ulteriori specifici aspetti (ad esempio per quanto riguarda la successione nei contratti di lavoro, di cui all'art. 2112 c.c.).

¹⁵⁵ «Nel caso di mancata emissione dei titoli azionari il trasferimento delle azioni ha effetto nei confronti della società dal momento dell'iscrizione nel libro dei soci. Le azioni al portatore si trasferiscono con la consegna del titolo. Il trasferimento delle azioni nominative si opera mediante girata autenticata da un notaio o da altro soggetto secondo quanto previsto dalle leggi speciali. Il giratario che si dimostra possessore in base a una serie continua di girate ha diritto di ottenere l'annotazione del trasferimento nel libro dei soci, ed è comunque legittimato ad esercitare i diritti sociali; resta salvo l'obbligo della società, previsto dalle leggi speciali, di aggiornare il libro dei soci. Il trasferimento delle azioni nominative con mezzo diverso dalla girata si opera a norma dell'articolo 2022. Nei casi previsti ai commi sesto e settimo dell'articolo 2354, il trasferimento si opera mediante scritturazione sui conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari; in tal caso, se le azioni sono nominative, si applica il terzo comma e la scritturazione sul conto equivale alla girata».

2469 c.c. ammette infatti la possibilità di inserire nell'atto costitutivo clausole restrittive del trasferimento delle quote.

A tal riguardo, bisogna osservare che il d.l. 29 novembre 2008, n. 185 (convertito, con modificazioni, dalla l. 28 gennaio 2009, n. 2) ha eliminato il libro dei soci dall'elenco dei libri sociali obbligatori, modificando anche l'art. 2470 c.c. che, secondo la formulazione precedente, prevedeva che il trasferimento delle quote avesse «effetto di fronte alla società dal momento dell'iscrizione nel libro dei soci». L'attuale versione dell'art. 2470 c.c. stabilisce invece che il trasferimento delle quote ha effetto di fronte alla società dal momento del deposito dell'atto di cessione, da effettuarsi entro trenta giorni, a cura del notaio autenticante, «presso l'ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale». È così venuto meno uno dei principali argomenti di chi sosteneva, nel caso di *target* costituita nella forma di società a responsabilità limitata, l'esistenza di potenziali problematiche connesse proprio alla previgente disciplina del trasferimento delle quote.

In proposito, in passato era stato altresì evidenziato che la particolare struttura e disciplina delle società a responsabilità limitata avrebbero potuto rendere più complesso il conseguimento di un'operazione di *merger leveraged buy-out* in cui la *target* avesse rivestito proprio tale forma societaria. Ciò era anzitutto dovuto a caratteristiche strutturali che avrebbero potuto «determinare una minore snellezza nel realizzare una fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: si pensi, ad esempio, ai diritti particolari di partecipazione agli utili, in base ai quali la ripartizione dell'attivo di esercizio può avvenire in maniera diversa da quella legale (art. 2468, comma 3, c.c.) e ciò soprattutto in vista delle eventuali difficoltà [...] nella futura determinazione del rapporto di cambio; oppure pensiamo ai diritti particolari attribuiti ad un socio nell'amministrazione della società (art. 2468, comma 3, c.c.); ovvero alla maggiore disponibilità nell'imposizione di limiti speciali alla circolazione delle quote (art. 2469 c.c.), che possono culminare addirittura

nel divieto assoluto, ecc.»¹⁵⁶. In realtà, le problematiche più significative interessavano l'aspetto delle garanzie, con particolare riferimento alla costituzione del pegno sulle quote acquistate, volto a garantire il finanziamento concesso dall'ente finanziatore nella fase operativa antecedente all'acquisto della partecipazione societaria. Infatti, la costituzione del pegno quote era assoggettata alle stesse norme previste in tema di trasferimento della quota *ex art. 2470 c.c.* (nella sua versione originaria). Ne derivava, pertanto, che ai fini dell'efficacia e dell'opponibilità del pegno nei confronti della società (nonché dei terzi), sarebbe stato necessario aver espletato tutte le formalità relative all'iscrizione del pegno nel libro dei soci (iscrizione che dovrà eseguirsi, senza particolari imposizioni di natura temporale, su richiesta dell'alienante o dell'acquirente a seguito del deposito nel registro delle imprese, a cura del notaio rogante, del pegno sulle quote societarie).

Come detto, tali formalità pubblicitarie si applicavano anche all'atto di acquisto delle quote rappresentative del capitale sociale della *target* (acquisto che del resto rappresenta, nell'ambito di un MLBO, lo scopo del finanziamento concesso alla *newco*). Per questi motivi, si rendeva necessaria una particolare attenzione circa l'osservanza della sequenza procedurale delle iscrizioni, nel senso che bisognava procedere anzitutto con l'iscrizione, nel libro soci della *target*, dell'atto di acquisto delle quote, in funzione prodromica ai fini dell'efficacia del successivo pegno da concedersi a favore del finanziatore sulle medesime quote. Queste problematiche avevano spinto parte della dottrina ad affermare che «in casi del genere, pertanto, sarà davvero difficile che un ente finanziatore, il quale pretenda di concedere il prestito a fronte della costituzione del pegno, possa effettivamente erogare le somme e, dunque, soddisfare l'interesse del socio alienante ad incassare il prezzo della cessione, prima che vengano perfezionati e

¹⁵⁶ G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2008, 5, p. 1029 ss.

risultino pienamente efficaci sia l'acquisto delle quote che la costituzione della garanzia»¹⁵⁷.

Si segnala infine che l'acquisto del pacchetto di controllo di una società (circostanza che rappresenta la regola, nelle operazioni di *merger leveraged buy-out*) potrebbe comportare a carico della società acquirente obblighi di comunicazione e comportamentali, in rapporto ad alcune autorità di vigilanza¹⁵⁸.

6. Fusione e situazione della società *post-fusione*

Nel momento in cui si consegue l'acquisizione della partecipazione azionaria della società bersaglio, può dirsi portata a termine l'operazione di *leveraged buy-out*.

Tuttavia, nelle ipotesi di *merger leveraged buy-out*, ai fini della conclusione dell'operazione è necessaria un'ulteriore fase, vale a dire la fusione, generalmente per incorporazione, della *target* nella *newco* (fusione diretta o *forward merger*; qualora si abbia invece fusione della *newco* nella *target*, si parla allora di fusione inversa o *reverse merger*). La società risultante dalla fusione avrà nell'attivo il patrimonio di quella che era in origine la società bersaglio, e nel passivo il debito contratto dall'acquirente per la rilevazione di quest'ultima.

La fusione può essere descritta «come quella vicenda giuridica per la quale ad una pluralità di società se ne sostituisce una sola, già esistente o di nuova costituzione»¹⁵⁹. Tecnicamente, la fusione può essere assumere due diverse forme: *i*) nella fusione per incorporazione, una società

¹⁵⁷ *Ibidem*.

¹⁵⁸ In particolare, si fa riferimento alla CONSOB, all'Autorità Antitrust e alla Banca d'Italia. Ad esempio, l'art. 20 del Testo Unico Bancario recita come segue: «la Banca d'Italia stabilisce, a fini informativi, obblighi di comunicazione in ordine a operazioni di acquisto o cessione di partecipazioni in banche». La legge 287/1990 («Norme per la tutela della concorrenza e del mercato», conosciuta anche come Legge Antitrust), all'art. 16 impone l'obbligo di preventiva comunicazione all'Autorità garante della concorrenza e del mercato (Autorità antitrust), nell'ipotesi di operazioni di concentrazione che superino determinati parametri quantitativi.

¹⁵⁹ D. BUONO, S. CARRARA, A. GIANNONE, E. VASCHETTO, *Fusioni e scissioni. Norme antielusive, bonus aggregazioni, affrancamento a pagamento*, Ipsoa, Temi di Reddito d'Impresa, 2008, p. 88.

preesistente (l'incorporante) ingloba un'altra società (l'incorporata), la quale quindi si estingue per effetto dell'incorporazione¹⁶⁰; ii) invece, nella fusione per unione (detta anche fusione «propria» o «pura», nonostante sia meno diffusa rispetto alla fusione per incorporazione), tutte le società partecipanti alla fusione si estinguono, dando vita ad un nuovo soggetto giuridico¹⁶¹.

In entrambe le configurazioni, si pone un problema estremamente rilevante: quando infatti una società si estingue

¹⁶⁰ L'incorporazione potrebbe anche essere della *newco* controllante nella *target* controllata: in tal caso, si parla di fusione inversa (*reverse merger*). Circa l'opportunità di adottare tale forma di fusione, è stato osservato che «diverse sono le motivazioni sottese al suo compimento, quali ad esempio la possibilità di realizzare tanto una semplificazione di taluni adempimenti formali, allorquando la partecipata sia titolare di specifiche licenze o autorizzazioni la cui cessione comporterebbe ingenti oneri, quanto uno snellimento della struttura societaria del gruppo, qualora l'attività operativa si concentri nella società partecipata.

La stessa fusione inversa, inoltre, potrebbe palesarsi funzionale sia a seguito di altre operazioni di riorganizzazione aziendale, quale ad esempio quella del *leveraged buy out*, sia al mantenimento della quotazione dei titoli azionari, laddove all'operazione partecipino anche società non quotate: tipicamente, è il caso in cui, a seguito di una OPA totalitaria realizzata da una società non quotata su di una quotata, si proceda alla fusione inversa, così da consentire l'ammissione alla quotazione della controllante oggetto di incorporazione», (tratto da *Aspetti contabili della fusione inversa*, Fondazione Aristeia – Istituto di ricerca dei dottori commercialisti, Documento n. 79, settembre 2007, p. 3). Altri autori hanno sottolineato ulteriori possibili spiegazioni sottese alla fusione inversa: «tale [...] "schema" generalmente ricorre quando risulta preferibile, più agevole dal punto di vista operativo e, spesso, anche più economico, continuare l'attività per mezzo della società partecipata, ad esempio perché la stessa, in quanto società operativa, è titolare di rapporti giuridici e beni, di contratti di lavoro dipendente ovvero immobili e mobili registrati, la cui trasferibilità di dimostrerebbe complessa e dispendiosa, oppure quando la partecipata gode di un "nome", di un marchio, di un particolare *status* che si crede possa venir meno o, comunque essere ridimensionato a causa dell'operazione, oppure quando risulta difficile, o almeno più costoso, comunicare l'operazione a clienti e fornitori o, ancora, per evitare le vulture in ordine a licenze ed autorizzazioni per l'esercizio di una qualche attività» (tratto da D. BUONO, S. CARRARA, A. GIANNONE, E. VASCETTO, *op. cit.*, p. 90). In modo analogo, secondo Graziano Visentin «le ragioni che consigliano di adottare la fusione inversa sono spesso correlate alla necessità di evitare gli oneri relativi al trasferimento di ingenti immobili o marchi d'impresa esistenti presso le partecipate, nel caso in cui queste fossero incorporate dalla controllante» (G. G. VISENTIN, *Fusione inversa e azioni proprie*, in *Fisco*, 2008, 1, p. 8248).

¹⁶¹ Non a caso l'art. 2501 c.c., riflettendo perfettamente l'esistenza di queste due forme di fusione, recita: «la fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre».

per effetto della fusione – che sia per unione o per incorporazione –, bisogna attribuire agli azionisti della società estinta un numero di azioni della società risultante dalla fusione, aventi un valore economico pari a quello delle azioni che gli azionisti detenevano e a cui hanno rinunciato ai fini della fusione.

La questione, di primaria importanza, riguarda il cosiddetto rapporto di cambio: «il rapporto di cambio esprime la misura secondo la quale vengono attribuite alle società partecipanti alla fusione le azioni o quote della società risultante dalla fusione, ovvero incorporante; in altri termini, detto rapporto indica, nella fusione per incorporazione, quante azioni o quote della incorporante saranno assegnate ai soci, ogni dato numero di azioni o quote della incorporata originariamente partecipata»¹⁶². È quindi essenziale che il rapporto di cambio, in quanto espressione della misura in cui i soci delle società incorporate (o fuse) parteciperanno al capitale della società incorporante (o risultante dalla fusione), sia determinato in modo appropriato. La sua determinazione sottintende, infatti, la corretta valutazione delle due società: «se la prima società è sopravvalutata rispetto alla seconda, il rapporto di cambio risulta incongruo a vantaggio dei soci della prima. Il rapporto di cambio incongruo determina una perdita netta in capo ai soci della società che viene erroneamente sottovalutata. La giurisprudenza¹⁶³ edita negli ultimi anni mostra, e non potrebbe essere diversamente, che l'incongruità del rapporto di cambio è al centro del contenzioso in materia di fusione»¹⁶⁴.

Il Codice civile dedica alla fusione numerose disposizioni, prevedendo un rigoroso *iter* da porre in essere

¹⁶² G. LOMBARDI, *Riflessioni a margine di un'operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e merger leveraged buy-out*, in *Corr. giur.*, 2003, 2, pp. 201- 211.

¹⁶³ A titolo esemplificativo, si richiamano le seguenti sentenze: Cassazione civile, sez. I, 21/07/2016, n. 15025; Tribunale Prato, 25/05/2011, n. 579 e Tribunale Milano, 27/11/2008.

¹⁶⁴ V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, cit., 2010, p. 965.

per il compimento e la validità dell'intera operazione. I documenti fondamentali al centro della fase preparatoria della fusione sono quattro, di cui tre di competenza dell'organo amministrativo, ossia il progetto di fusione (art. 2501-*ter* c.c.), la situazione patrimoniale (art. 2501-*quater* c.c.) e la relazione (art. 2501-*quinquies* c.c.), a cui si aggiunge la relazione degli esperti (art. 2501-*sexies* c.c.). La fase attuativa della fusione comporta la predisposizione di due ulteriori documenti: la delibera di fusione (di competenza dei soci) e l'atto di fusione (redatto dall'organo amministrativo).

Peraltro, nel caso di fusione tra *newco* e *target* nel contesto di un *merger leveraged buy-out*, l'articolo 2501-*bis* c.c. impone una procedura «rafforzata», finalizzata a garantire un'adeguata informazione relativamente alla sostenibilità dell'operazione sul piano finanziario¹⁶⁵. Nella peggiore delle ipotesi, infatti, il carico di debiti che finisce per gravare sulla *target* potrebbe condurla al fallimento, in quanto la società potrebbe non avere la capacità di adempiere alle proprie obbligazioni¹⁶⁶. Naturalmente, le cautele del legislatore non

¹⁶⁵ «In altre parole, le specificità procedurali, che caratterizzano una fusione cui si applicano le disposizioni previste dall'art. 2501-*bis* del codice civile, sono anzitutto rivolte a fornire una adeguata informazione in ordine al fatto che la società incorporante sia in grado di fare fronte: non solo a tutte le obbligazioni patrimoniali assunte *ante* fusione dalle singole società partecipanti alla fusione al fine di essere impiegate nell'ambito delle società stesse, ma anche alle obbligazioni patrimoniali appositamente assunte *ante* fusione per l'acquisto di una delle società partecipanti alla fusione e quindi, nell'ottica della società risultante o incorporante, portate fuori dalla società senza una contropartita negli impieghi. [...] Che l'obiettivo della speciale procedura sia quello di dare una informativa specifica, sulla sostenibilità prospettica dell'operazione dal punto di vista finanziario, non tanto ai soci o ai creditori sociali, quanto in senso più ampio al mercato, lo conferma il fatto che le disposizioni procedurali previste dall'art. 2501-*bis* del codice civile non possono essere disapplicate né con il consenso unanime dei soci di tutte le società partecipanti alla fusione, né con il consenso di tutti i creditori sociali e gli eventuali obbligazionisti» (E. ZANETTI, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: ambito di applicazione della procedura «rafforzata» ex art. 2501-bis c.c.*, cit., p. 7638).

¹⁶⁶ Infatti, una delle funzioni principali del capitale proprio (oltre, ad esempio, alla funzione organizzativa – in quanto il capitale di rischio rappresenta un parametro oggettivo che consente di 'quantificare' diritti e doveri dei soci – ed a quella produttivistica – in quanto fornisce i mezzi necessari per perseguire l'oggetto sociale) è proprio la funzione di garanzia, nei confronti dei creditori sociali ed in generale dei terzi con cui la società entra in contatto.

rappresentano una garanzia della buona riuscita dell'operazione, ma sono indice, sotto il profilo previsionale, della validità e della realizzabilità del progetto, che dovrebbe consentire quantomeno il rimborso dei finanziamenti ottenuti dalla *newco* ai fini della acquisizione.

Per quanto concerne l'analisi dell'assetto documentale, il progetto di fusione, da redigersi a cura dell'organo amministrativo delle società partecipanti all'operazione, deve contenere (ai sensi del primo comma dell'art. 2501-*ter* c.c., e, quindi, nell'ipotesi di fusione non inerente ad un'operazione di MLBO) una serie informazioni, quali: *i*) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione; *ii*) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione; *iii*) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro; *iv*) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; *v*) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili; *vi*) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; *vii*) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni; *viii*) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione.

Il progetto deve essere depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo dove hanno sede le società partecipanti alla fusione ovvero sul loro sito Internet (purché siano garantite la sicurezza del sito, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione); l'iscrizione deve poi avvenire almeno trenta giorni prima della data fissata per la

decisione in merito al compimento dell'operazione (a meno che i soci rinuncino al termine con consenso unanime)¹⁶⁷.

Oltre a queste prescrizioni, che sono proprie di qualsiasi fusione, nel caso di *merger leveraged buy-out*, la legge impone altresì che dal progetto di fusione debbano risultare «le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione» (art. 2501-*bis*, comma 2, c.c.). L'intento primario del legislatore è far sì che venga assicurata la sostenibilità finanziaria dell'operazione: quindi, già nel progetto di fusione occorre che siano indicate le risorse che consentiranno il rimborso dei debiti.

In aggiunta a questa funzione principale, l'obbligo di indicare i fondi con cui verrà ripianato il debito consente anche di rendere informati i soci ed i creditori delle società in merito ai termini del finanziamento in essere (che invero

¹⁶⁷ Si segnala che tale iscrizione, ai sensi dell'art. 2504-*quater* c.c., ha efficacia sanante: ciò si esplica nel fatto che, una volta «eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione a norma del secondo comma dell'articolo 2504, l'invalidità dell'atto di fusione non può più essere pronunciata. Resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione». Come è stato osservato, «la ratio di questa norma, [...] si rinviene, come si legge nella relazione ministeriale allo schema del decreto delegato, nella necessità di evitare le difficoltà gravissime che nascerebbero quando fosse dichiarata nulla la fusione già attuata; difficoltà sia in ordine alla suddivisione dei patrimoni ormai unificati e, nel tempo intercorrente fino alla formazione del giudicato, modificati magari profondamente, sia alla ricostruzione delle compagini dei soci delle diverse società partecipanti all'operazione, sia al coordinamento, nell'ipotesi di fusione in senso stretto, con le norme che regolano i casi di nullità relativi alla costituzione delle società per azioni (art. 2332 c.c., che è rimasto in vigore) e gli effetti di tale nullità. [...] È senz'altro corretto ritenere che l'unico atto che resta in sé sanato per effetto dell'iscrizione è l'atto finale di fusione, per essere solo quest'atto considerato dall'art. 2504-*quater* c.c., mentre non resterebbero sanati gli atti nulli ad esso precedenti e funzionali, e in particolare le delibere assembleari delle società partecipanti alla fusione approvative del progetto di fusione. [...] Pertanto l'art. 2504-*quater* potrebbe più correttamente leggersi nel senso che, una volta iscritto l'atto di fusione, non può più esserne pronunciata la nullità per vizi suoi propri; mentre viceversa la nullità potrebbe essere pronunciata nel caso che siano viziate le funzionali delibere approvative del progetto di fusione o non siano state rispettate le altre condizioni del procedimento ritenute imperative dagli artt. 2501 ss. c.c.» (F. CAMILLETI, *Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c.d. merger leveraged buy out*, cit., pp. 146-148).

costituiscono un aspetto di indubbia rilevanza¹⁶⁸). Non a caso, infatti, il progetto di fusione (congiuntamente ad una serie di altri documenti, quali le relazioni *ex artt. 2501-quinquies* e *2501-sexies* c.c., le situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione *ex art. 2501-quater* c.c., i bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione, con le relazioni dei soggetti cui compete l'amministrazione e la revisione legale) deve restare depositato «in copia nella sede delle società partecipanti alla fusione, ovvero pubblicati sul sito Internet delle stesse, durante i trenta giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione» ed «i soci hanno diritto di prendere visione di questi documenti e di ottenerne gratuitamente copia» (art. *2501-septies* c.c.).

La situazione patrimoniale delle società deve essere redatta dall'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione, applicando i principi che presiedono alla redazione del bilancio d'esercizio. La situazione patrimoniale consiste, essenzialmente, in un bilancio intermedio: infatti, ai sensi dell'art. *2501-quater*, comma 1, c.c., si richiede che il documento debba riferirsi «ad una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società». In altre parole, devono trascorrere almeno centoventi giorni tra la data in cui viene redatta la situazione patrimoniale e la data in cui viene depositato il progetto di fusione (ed altri documenti indicati dal legislatore) presso la sede di ogni società partecipante all'operazione. Si tenga presente che la disciplina codicistica prevede una deroga all'obbligatorietà di tale documentazione: infatti, ai sensi del secondo comma dell'art. *2501-quater* c.c.,

¹⁶⁸ In tal senso, si veda V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, cit., p. 964: «I dati contenuti nel progetto di fusione servono sia ai soci sia ai creditori delle società. Il progetto di fusione serve ai soci che dovranno deliberare in merito alla medesima ad avere ogni informazione utile per poter decidere con cognizione di causa: non si deve dimenticare che la fusione comporta profonde modificazioni nella compagine sociale e, addirittura, il venire meno di (almeno) una delle società coinvolte. Oltre che per i soci, il progetto di fusione costituisce strumento d'informazione per i creditori della società, che possono presentare opposizione».

l'organo amministrativo ha la possibilità di non redigere la situazione patrimoniale, sostituendola con il bilancio d'esercizio, a condizione che tale bilancio non presenti una data anteriore di oltre sei mesi alla data del deposito del progetto di fusione presso la sede della società.

L'art. 2501-*quinquies* c.c.¹⁶⁹ disciplina invece la relazione dell'organo amministrativo, specificamente volta a spiegare le ragioni giuridiche ed economiche¹⁷⁰ sottese all'operazione di fusione. Il secondo comma specifica che «la relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio. Nella relazione devono essere segnalate le eventuali difficoltà di valutazione».

Spetta quindi agli amministratori determinare il rapporto di cambio; a questo proposito, si noti che il legislatore

¹⁶⁹ Art. 2501-*quinquies* c.c. (*Relazione dell'organo amministrativo*): «L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve predisporre una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote (comma 1). La relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio. Nella relazione devono essere segnalate le eventuali difficoltà di valutazione (comma 2). Nella relazione devono essere segnalate le eventuali difficoltà di valutazione (comma 3). L'organo amministrativo segnala ai soci in assemblea e all'organo amministrativo delle altre società partecipanti alla fusione le modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo eventualmente intervenute tra la data in cui il progetto di fusione è depositato presso la sede della società ovvero pubblicato nel sito Internet di questa e la data della decisione sulla fusione (comma 4). La relazione di cui al primo comma non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto di ciascuna delle società partecipanti alla fusione» (comma 5).

¹⁷⁰ Come è stato opportunamente sottolineato, rispetto al piano giuridico, risulta particolarmente delicato giustificare la fusione sul piano economico: «sotto il primo profilo è necessario che l'operazione non sia *contra legem*. Al riguardo non mi pare tuttavia debbano essere necessarie particolari giustificazioni nella relazione, salvo il caso in cui l'operazione sia strutturata in modo tale che per determinati aspetti - si presenti giuridicamente problematica. Più articolata deve invece, di norma, risultare la giustificazione «economica» dell'operazione. Probabilmente tale dizione sta a indicare che la relazione deve esplicitare le finalità che si intendono raggiungere con la fusione. Normalmente gli obiettivi sono quelli di creare una sinergia fra due attività industriali o commerciali. In particolare fondendo due società si possono ridurre i costi delle rispettive attività, ad esempio eliminando la duplicazione di strutture che svolgono la medesima funzione. Nel lungo termine la fusione è finalizzata ad accrescere la redditività delle società coinvolte» (V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, cit., p. 965).

non fissa dei criteri specifici¹⁷¹, fermo restando che l'art. 2501-*sexies* c.c. impone l'espressione di un parere di congruità, in relazione al rapporto di cambio, da parte di un terzo esperto. Ne deriva che non esiste un modello legale di rapporto di cambio in senso assoluto, bensì esiste un rapporto di cambio congruo, compreso quindi in un *range* di valori considerati corretti.

Tendenzialmente, la giurisprudenza ha ritenuto di non potere (né dovere) sindacare il rapporto di cambio nel merito, limitandosi ad un controllo di legittimità della stima (al massimo considerando l'ipotesi di manifesta irragionevolezza o arbitrarietà della determinazione del rapporto di cambio¹⁷²). Tuttavia, pur essendo questo

¹⁷¹ Anzi, come è stato rilevato, «i criteri applicabili per la determinazione del rapporto di cambio possono essere pertanto plurimi e non è escluso - anzi pare preferibile - che si proceda ad una determinazione del cambio in forza di più metodi, ognuno dei quali potrà avere un peso specifico percentuale non uguale: si pensi così, senza pretesa di completezza, al criterio patrimoniale puro, a quello misto patrimoniale-redдитuale, al metodo reddituale puro, al criterio della capitalizzazione di borsa, ecc.» (G. LOMBARDI, *Riflessioni a margine di un'operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e merger leveraged buy-out*, cit., 2003, 2, p. 211). Anche la giurisprudenza di legittimità ha avuto modo di esprimersi su questo aspetto: «la legge si astiene dal fissare criteri direttivi per la determinazione del rapporto di cambio, onde essi restano affidati alla discrezionalità tecnica (non all'arbitrio) degli amministratori, con la previsione di un'adeguata informazione per i soci e di un controllo preventivo imparziale sulla congruità del detto rapporto (Sent. Cass. civile, sez. 1, 11 dicembre 2000, n. 15599).

¹⁷² Di questo avviso è la Cassazione: «proprio perché la legge non fissa criteri direttivi, la sindacabilità (in ordine al rapporto di cambio) della delibera assembleare che approva il progetto di fusione rimane circoscritta ai casi in cui quel rapporto sia determinato in modo arbitrario o sulla base di dati incompleti e non veritieri. Non basta dunque opporre ai metodi ed ai criteri di valutazione seguiti altri metodi e criteri diversi; occorre anche allegare e dimostrare che questi ultimi, in concreto e non in ipotesi, condurrebbero a risultati più congrui ed adeguati» (Cassazione civile, sez. I, 11 dicembre 2000, n. 15599). Più recentemente, il Tribunale di Milano ha statuito che «in tema di rapporto di cambio e della sua congruità nelle operazioni di "*leverage buy out*", la "discrezionalità tecnica", indubbiamente riconosciuta agli amministratori che intendano realizzare una fusione, non significa "arbitrio"; pertanto, l'uso concreto di questa discrezionalità è sottoposto non solo al giudizio di "congruità" dell'"esperto indipendente" ma anche al sindacato giurisdizionale: "l'attività valutativa tecnica degli amministratori, soggetta al giudizio anch'esso tecnico degli esperti, non "elide" la possibilità di verifica giurisdizionale della correttezza della valutazione, tale sindacato non venendo impropriamente a sostituirsi alla valutazione degli amministratori, ma risultando funzionale alla sola liquidazione del pregiudizio economico subito dai soci» (Tribunale Milano, sez. VIII, 27/11/2008, n. 14099).

l'orientamento prevalente, non sono mancate pronunce giurisprudenziali di senso opposto¹⁷³.

Nell'ipotesi di *merger leveraged buy-out*, il legislatore ha predisposto ulteriori cautele con riferimento alla relazione dell'organo amministrativo, la quale deve altresì 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» (art. 2501-*bis*, comma 3, c.c.).

La prima indicazione della norma («le ragioni che giustificano l'operazione») potrebbe sembrare una sorta di ripetizione di quanto già previsto nell'art. 2501-*quinquies* c.c., il quale si riferisce alle indicazioni che deve contenere la relazione dell'organo amministrativo nell'ipotesi di una «normale» fusione («una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote»). Tuttavia, è stato osservato come, in realtà, il terzo comma dell'art. 2501-*bis* c.c. aggiunga qualcosa: infatti, l'art. 2501-*quinquies* c.c. «esige che «il progetto di fusione» (e

¹⁷³ Il Tribunale di Milano, ad esempio, ha ritenuto che «l'operato degli amministratori assume espressa natura di attività valutativa tecnica, soggetta come tale al giudizio anch'esso tecnico degli esperti, volto a fornire ai soci deliberanti sulla proposta completa e ragionata informazione e a controllare la ragionevolezza ed adeguatezza dei criteri seguiti nell'assicurare un "congruo" apprezzamento della posizione di partecipazione di ciascun socio. E, si noti, la previsione normativa di tale giudizio tecnico "preventivo" ad opera degli esperti non elide certo la ulteriore possibilità di verifica giurisdizionale della correttezza della valutazione, verifica che invece, come per ogni attività tecnica, ben potrà essere svolta in sede contenziosa, a mezzo di apposita consulenza, e potrà portare ad accertamento di non congruità del rapporto di cambio, con conseguente accertamento di invalidità per tale profilo della deliberazione approvativa del progetto di fusione ovvero [...] con conseguente determinazione del danno subito dai soci ai quali siano state assegnate azioni o quote della società incorporante in misura inferiore a quella che sarebbe derivata da una congrua determinazione del rapporto di cambio. Né, in tale quadro sistematico, può poi obiettarsi che, in tal modo, la valutazione degli amministratori venga ad essere impropriamente sostituita da quella operata dal giudice sulla scorta della consulenza, in quanto la rideterminazione del rapporto "congruo" in sede di verifica contenziosa risulta funzionale alla sola liquidazione del pregiudizio economico subito dai soci: pregiudizio che, altrimenti, non potrebbe, una volta accertata la incongruità della determinazione originaria, essere liquidato se non in via equitativa, con margini di opinabilità ben maggiori» (Tribunale di Milano, 2 novembre 2000).

non, si badi bene, la «operazione») sia giustificato sotto il profilo giuridico e sotto quello economico. Si tratta di una sottile distinzione, di cui però bisogna dare atto: in generale va giustificata la fusione, nel caso particolare del *merger leveraged buy-out* va giustificata l'operazione. Per «operazione» si deve intendere qui non solo la fusione (che è la parte finale dell'intero *iter*), bensì anche l'acquisizione che precede la fusione e anche l'indebitamento che precede l'acquisizione. La giustificazione contenuta nella relazione dell'organo amministrativo deve pertanto riguardare tutti tali aspetti»¹⁷⁴.

Il secondo punto dell'art. 2501-*bis*, comma 3, c.c., riguarda la redazione di «un piano economico e finanziario, con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere». In considerazione del fatto che il debito assunto ai fini dell'acquisizione finirà per gravare sulla società acquisita, la quale potrebbe avere difficoltà a ripagare tale debito, il legislatore impone la redazione di un piano economico-finanziario, che comprenda una parte quantitativa ed una qualitativa (vale a dire descrittiva). L'organo amministrativo deve specificare in primo luogo la struttura dell'indebitamento *post*-fusione e dunque la fonte delle risorse finanziarie che verranno utilizzate per ripianare il debito.

Le risorse finanziarie di cui si tratta comprendono fondi di natura eterogenea:

- «i flussi di cassa (attesi) generabili dalla società *target*;
- i proventi di eventuali operazioni straordinarie, quali dismissioni di cespiti o rami aziendali non strategici (c.d. *asset stripping*);
- l'emissione di prestiti obbligazionari;
- l'aumento di capitale sociale della società *target* da collocarsi sul mercato»¹⁷⁵.

¹⁷⁴ V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, cit., p. 966.

¹⁷⁵ M. CONFALONIERI, *op. cit.*, p. 107.

Questa esplicitazione consente di comprendere perché il piano economico-finanziario consista anche di una parte qualitativo-descrittiva, oltre che numerica: è infatti necessario indicare quale sarà il presumibile andamento futuro della società risultante dalla fusione, poiché solo il futuro andamento positivo potrà garantire flussi di cassa sufficienti a ripagare il debito.

D'altra parte, pur essendo inteso che il patrimonio della *target* sia la primaria forma di garanzia del rimborso del finanziamento ottenuto ai fini dell'acquisizione, ciò non implica necessariamente che il debito sarà ripagato in via esclusiva attraverso i proventi derivanti da detto patrimonio. Generalmente sono proprio i flussi di cassa futuri a garantire le risorse da impiegare per il rimborso del debito, sicché è fondamentale che il piano economico e finanziario contempli un arco temporale sufficientemente ampio e legato alla durata del finanziamento, altresì chiarendo quale sarà il piano strategico (stati patrimoniali, conti economici e *cash flows*) della società.

Con riferimento all'altro elemento richiesto dal terzo comma dell'art. 2501-*bis* c.c. – vale a dire l'indicazione degli obiettivi che si intendono raggiungere –, l'organo amministrativo dovrà descrivere le ragioni di carattere industriale e/o commerciale che sono alla base dell'operazione (ad esempio, il raggiungimento di sinergie).

Ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, comma 1, c.c., nell'ipotesi di fusione, in generale, «uno o più esperti per ciascuna società devono redigere una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi: a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi; b) le eventuali difficoltà di valutazione»; inoltre, il legislatore richiede anche «un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza

relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato» (comma 2)¹⁷⁶.

Come evidenziato in precedenza, una corretta determinazione del rapporto di cambio è di fondamentale importanza: per questo, il legislatore coinvolge nella procedura soggetti in possesso di requisiti di indipendenza e competenza¹⁷⁷: «l'esperto o gli esperti sono scelti tra i soggetti di cui al primo comma dell'articolo 2409-¹⁷⁸*bis* c.c. e, se la società incorporante o la società risultante dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società. Se la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto tra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. In ogni caso, le società partecipanti alla fusione possono congiuntamente richiedere al tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione o quella incorporante la nomina di uno o più esperti comuni» (art. 2501-*sexies*, commi 3 e 4, c.c.).

I successivi commi dell'art. 2501-*sexies* c.c. definiscono in linea generale i poteri e la responsabilità dell'esperto: «Ciascun esperto ha diritto di ottenere dalle

¹⁷⁶ Vi sono delle ipotesi particolari di fusione, per le quali non è richiesta la relazione degli esperti (come ad esempio nel caso di fusione di due o più società interamente possedute da una terza o da un unico soggetto; o ancora, l'ipotesi di fusione di tre o più società, interamente possedute a "cascata"). In linea generale, si tratta di situazioni che hanno, come minimo comune denominatore, il fatto che il concambio riguarda una parte marginale del capitale sociale.

¹⁷⁷ Come è stato opportunamente rilevato, «l'opera di determinazione della congruità del rapporto di cambio, che si connota per un alto livello di tecnicismo, non può essere lasciato ai soli amministratori delle società; si impone, al contrario, un controllo esterno. Per tacere del fatto che, in alcuni casi, i gestori potrebbero vertere in una situazione di conflitto d'interessi che può spingerli a sopravvalutare una società a danno dell'altra. Anche per questa ragione sussiste la necessità di un controllo esterno indipendente» (V. SANGIOVANNI, *Fusione di società e opposizione dei creditori*, in *Contratto e impresa*, 2010, 6, p. 1348 ss.).

¹⁷⁸ L'articolo in questione definisce da quali soggetti deve essere svolta la revisione legale dei conti nelle s.p.a. (e quindi anche nelle s.a.p.a.), ossia «un revisore legale dei conti» o «una società di revisione legale iscritti nell'apposito registro».

società partecipanti alla fusione tutte le informazioni e i documenti utili e di procedere ad ogni necessaria verifica (comma 5). L'esperto risponde dei danni causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi» (comma 6). Infine, il settimo comma recita come segue: «ai soggetti di cui ai precedenti terzo e quarto comma è altresì affidata, in ipotesi di fusione di società di persone con società di capitali, la relazione di stima del patrimonio della società di persone a norma dell'articolo 2343». L'ultimo comma dell'articolo in esame – inserito dall'art. 1, d.lgs. 13 ottobre 2009, n. 147 – conferisce ai soci la facoltà di rinunciare, purché la rinuncia sia fatta all'unanimità, alla relazione dell'esperto.

Come in parte anticipato, nelle ipotesi di MLBO non è invece possibile rinunciare alla relazione dell'esperto, neanche con il consenso unanime dei soci (a differenza di quanto appunto previsto dall'ultimo comma dell'art. 2501-*sexies* c.c.): «l'obbligo di redazione della relazione è inderogabile in quanto posto a tutela non solo dei soci, ma anche dei terzi; i soci non vi potranno pertanto rinunciare nemmeno all'unanimità»¹⁷⁹.

Inoltre, sotto il profilo del contenuto, nel caso di *merger leveraged buy-out* la relazione degli esperti, oltre alle «ordinarie» asserzioni di cui all'art. 2501-*sexies* c.c., deve

¹⁷⁹ *Massime della Commissione Società Consiglio Notarile di Milano*, in *Notariato*, 2011, 4, p. 485. In questo stesso documento, il Consiglio sottolinea che «la relazione deve essere predisposta anche dalle società che volontariamente si sottopongono alla revisione legale dei conti; l'assenza di eccezioni nel testo della norma e la compatibilità della revisione facoltativa con l'intento di utilizzarla per finalità informative di interesse generale depongono senz'altro in questo senso; d'altra parte la scelta operata dalla società di sottoporsi alla revisione, anche se non obbligata, ha come effetto naturale l'assoggettamento alla disciplina che direttamente o indirettamente ne deriva; la norma trova applicazione anche quando la revisione legale dei conti sia affidata al collegio sindacale, che, in tal caso, deve essere interamente composto da revisori legali. Se infatti il legislatore consente che ad esso venga attribuita in determinate fattispecie anche tale attività ha, evidentemente, ritenuto che lo stesso non sia privo della necessaria indipendenza o della idonea competenza professionale e che possa pertanto adeguatamente svolgere tutti i compiti e ottemperare a tutti gli obblighi che ne derivano e, tra questi, anche la redazione della relazione prevista dall'articolo 2501-*bis*, comma 5, c.c. Il tenore letterale della disposizione, che parla di "soggetto" (laddove il collegio sindacale è un "organo"), non sembra dunque possa prevalere su ragioni di coerenza sistematica».

attestare anche «la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione» (con riferimento alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione)¹⁸⁰.

A questi documenti, in caso di società con revisione contabile obbligatoria, se ne aggiunge un quarto, da allegarsi al progetto di fusione, ossia «la relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente» (art. 2501-*bis*, comma 5, c.c.). Con specifico riferimento a questo documento supplementare, è stato rilevato come «la relazione non sia normalmente coeva al progetto: il suo contenuto presuppone infatti l'esistenza del progetto e degli altri documenti informativi richiesti dalla legge, in particolare della relazione degli amministratori di cui deve verificare i dati contabili che ne sono alla base. L'apparente contrasto si risolve affermando che, in caso di fusione con indebitamento, la formazione del progetto si perfeziona ed assume rilevanza una volta che ad esso sia unita anche la relazione del revisore legale dei conti, con la conseguenza che, ove quest'ultima fosse oggetto di un deposito separato e successivo a quello del progetto, solo dopo tale adempimento potranno validamente decorrere i termini fissati dagli artt. 2501-*ter*, c.c. e 2501-*septies*, comma 1, c.c.»¹⁸¹. Sotto il profilo del contenuto, la relazione del revisore non dovrà limitarsi ad attestare la correttezza dei dati contabili sulla base dei quali è stato predisposto il piano, ma dovrà considerare anche le metodologie contabili che sono state adottate ai fini della redazione del progetto¹⁸².

¹⁸⁰ L'attestazione della ragionevolezza del piano economico-finanziario da parte dell'esperto non costituisce garanzia in ordine alla realizzazione dei risultati previsti nel piano stesso.

¹⁸¹ *Massime della Commissione Società Consiglio Notarile di Milano*, cit., p. 485.

¹⁸² Così la Circolare della Fondazione Centro Studi dell'Unione Giovani Dottori Commercialisti, del 28 maggio 2009, n. 8, p. 10.

Infine, l'ultimo comma della norma in esame stabilisce l'impossibilità di applicare al *merger leveraged buy-out* le semplificazioni procedurali consentite nell'ambito delle fusioni per incorporazione di società interamente possedute o possedute al 90%, ai sensi, rispettivamente, degli artt. 2505¹⁸³ e 2505-*bis*¹⁸⁴ c.c.

Questa disposizione risulta coerente con l'impostazione legislativa di prevedere un procedimento aggravato per le ipotesi di fusione a seguito di indebitamento: se infatti, in esecuzione di un'operazione di MLBO, la *newco* avesse conseguito una partecipazione nel capitale sociale della *target* superiore al 90%, in assenza di una previsione normativa in senso contrario essa avrebbe potuto beneficiare, ai fini della conseguente fusione, delle semplificazioni *ex artt.* 2505 e 2505-*bis*, eludendo in questo modo il disposto dell'art. 2501-*bis*.

¹⁸³ Art. 2505 (*Incorporazione di società interamente possedute*): «Alla fusione per incorporazione di una società in un'altra che possiede tutte le azioni o le quote della prima non si applicano le disposizioni dell'articolo 2501-*ter*, primo comma, numeri 3), 4) e 5) e degli articoli 2501-*quinquies* e 2501-*sexies* (comma 1). L'atto costitutivo o lo statuto può prevedere che la fusione per incorporazione di una società in un'altra che possiede tutte le azioni o le quote della prima sia decisa, con deliberazione risultante da atto pubblico, dai rispettivi organi amministrativi, sempre che siano rispettate, con riferimento a ciascuna delle società partecipanti alla fusione, le disposizioni dell'articolo 2501-*ter*, terzo e quarto comma, nonché, quanto alla società incorporante, quelle dell'articolo 2501-*septies* (comma 2). I soci della società incorporante che rappresentano almeno il cinque per cento del capitale sociale possono in ogni caso, con domanda indirizzata alla società entro otto giorni dal deposito o dalla pubblicazione di cui al terzo comma dell'articolo 2501-*ter*, chiedere che la decisione di approvazione della fusione da parte della incorporante medesima sia adottata a norma del primo comma dell'articolo 2502 (comma 3)».

¹⁸⁴ Art. 2505-*bis* (*Incorporazione di società possedute al novanta per cento*): «Alla fusione per incorporazione di una o più società in un'altra che possiede almeno il novanta per cento delle loro azioni o quote non si applicano le disposizioni dell'articolo 2501-*quater*, 2501-*quinquies*, 2501-*sexies* e 2501-*septies*, qualora venga concesso agli altri soci della società incorporata il diritto di far acquistare le loro azioni o quote dalla società incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso (comma 1). L'atto costitutivo o lo statuto possono prevedere che la fusione per incorporazione di una o più società in un'altra che possiede almeno il novanta per cento delle loro azioni o quote sia decisa, quanto alla società incorporante, dal suo organo amministrativo, con deliberazione risultante da atto pubblico, sempre che siano rispettate le disposizioni dell'articolo 2501-*septies*, e che l'iscrizione o la pubblicazione prevista dall'articolo 2501-*ter*, terzo comma, sia fatta, per la società incorporante, almeno trenta giorni prima della data fissata per la decisione di fusione da parte della società incorporata (comma 2). Si applica la disposizione di cui al terzo comma dell'articolo 2505 (comma 3)».

In conformità a quanto previsto dall'art. 2501-*bis*, ultimo comma, c.c., l'organo amministrativo e gli esperti saranno sempre, a prescindere dalla partecipazione sociale della *newco* nella *target*, tenuti a redigere le rispettive relazioni, inserendo in tali documenti tutte le specifiche indicazioni di cui all'art. 2501-*bis* c.c.; inoltre, l'operazione di fusione dovrà essere deliberata necessariamente dai soci, senza possibilità di demandare tale delibera all'organo amministrativo.

Per completare l'analisi degli aspetti giuridici, si precisa che l'art. 2358 c.c., come modificato dal d.lgs. 142/2008, si inserisce senza difficoltà nel quadro delineato dall'art. 2501-*bis* c.c., sebbene parte della dottrina ritenga opportune alcune precisazioni in merito al rapporto tra le due disposizioni civilistiche. Comunque, in linea generale, i contenuti delle relazioni che devono essere predisposte dall'organo amministrativo *ex art.* 2358 e 2501-*bis* c.c. sono omogenei, per cui non sembrano porsi particolari problemi di compatibilità tra le due norme¹⁸⁵.

7. Rimborso del finanziamento

Come anticipato, una volta conseguita l'acquisizione, la *newco* si ritroverà nel proprio attivo la partecipazione nella *target* e, invece, nel proprio passivo il debito contratto ai fini dell'acquisizione. Chiaramente, nella fattispecie di *merger-leveraged buy-out*, tali elementi patrimoniali saranno ricompresi nel patrimonio della società risultante dalla fusione (che potrà

¹⁸⁵ Per un'analisi approfondita sulla relazione tra le due norme, si rimanda a M. PEZZETTA, *Leveraged buy out, Merger leveraged buy out e nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Fisco*, 2009, 42, p. 6973 ss.: l'autore conclude che la relazione tra le due norme dia luogo alla seguente circostanza: «un'operazione di fusione con indebitamento può continuare a essere condotta nel rispetto delle sole indicazioni di cui all'art. 2501-*bis* del codice civile (la cui disciplina resta quindi salva), purché non incorpori anche un'operazione di assistenza finanziaria, nel qual caso essa dovrà rispettare anche le aggiuntive condizioni prescritte dall'art. 2358 del codice civile». Altri contributi sul tema sono: V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Soc.*, 2009, 5, p. 575 ss.; F. TEDESCHINI, A. GINEVRI SACCO, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, cit., 2009, 1, p. 58 ss.

essere la stessa *newco* o *target* – in caso di fusione per incorporazione –, oppure una società di nuova costituzione – in caso di fusione per unione).

Il debito contratto ai fini dell'operazione potrà poi essere rimborsato in una duplice maniera, vale a dire mediante l'utilizzo dei *cash flows* prodotti dalla società bersaglio, ovvero attraverso la tecnica dell'*asset stripping*.

Per quanto concerne l'*asset stripping*, esso viene in considerazione come un'operazione di disaggregazione delle attività aziendali. L'*asset stripping* cominciò a svilupparsi dal 1985, quando l'imprenditore Carl Icahn, dopo aver concluso l'operazione di acquisizione della società statunitense *Trans World Airlines* (in passato una delle maggiori compagnie aeree degli Stati Uniti), iniziò ad alienare gli *assets* della società al fine di ripagare il debito contratto per l'acquisizione.

La tecnica dell'*asset stripping* si esegue procedendo all'alienazione degli *assets* di cui è titolare la società obiettivo; in alternativa, è possibile conseguire lo stesso risultato (cioè ottenere liquidità) anche eseguendo un conferimento ovvero una scissione parziale degli *assets* a favore di una terza società interessata alla loro acquisizione: tale società pagherà i cespiti ricevuti attribuendo proprie quote di partecipazione, le quali poi eventualmente essere cedute sul mercato da parte della società che opera il conferimento o la scissione.

Gli *assets* impiegati ai fini dell'*asset stripping* sono in genere rami aziendali o cespiti patrimoniali (come immobili, ma anche beni immateriali, quali marchi e brevetti), che non appartengono al *core business* aziendale, poiché altrimenti si andrebbe a pregiudicare la capacità produttiva dell'azienda acquisita.

Da notare che la tecnica della disaggregazione delle attività costituisce uno degli argomenti più controversi del settore tecnico-imprenditoriale.

Certamente l'*asset stripping* è in grado di apportare benefici all'impresa che lo attua, in termini di riduzione dell'indebitamento (e di altri costi operativi) e incremento del

patrimonio netto. D'altra parte, tuttavia, la disaggregazione delle attività ha anche ripercussioni negative, soprattutto per quanto concerne i livelli occupazionali dell'impresa, con un alto numero di lavoratori che rischiano di perdere il proprio posto di lavoro a causa della dismissione delle unità produttive.

LA CONTRATTUALISTICA LMA PER IL *LEVERAGED FINANCING*

1. Premessa

Al fine di realizzare un'operazione di *leveraged buy-out*, gli operatori economici a livello internazionale preferiscono utilizzare strumenti contrattuali che non sono creati *ex novo* per ogni singola operazione, ma che anzi si basano su modelli *standard* predefiniti, da modificare di volta in volta in modo da incorporare nel contratto le specifiche esigenze del caso concreto. Il vantaggio essenziale derivante dalla standardizzazione contrattuale consiste nel fatto che l'utilizzo diffuso di contratti *standard* pone le basi per la creazione di una prassi generale di mercato, la quale, se (e in quanto) seguita e supportata da un numero consistente di soggetti, è idonea a costituire il punto di riferimento principale per la definizione del contenuto dei rapporti negoziali tra gli operatori del mercato. Il vantaggio della standardizzazione dei modelli contrattuali è, in altri termini, il consolidamento in via di prassi di un *corpus* di diritti ed obblighi che gli operatori economici possono pretendere di includere, in conformità all'opinione generale del mercato, all'interno del contratto che andranno a negoziare con la controparte.

Questa è la prassi commerciale che è andata definendosi sul finire degli anni '90. In particolare, per quanto concerne il mercato europeo, in quegli anni furono organizzati a Londra una serie di incontri informali tra i responsabili dei dipartimenti in materia di *syndicated loans* (ossia finanziamenti concessi da un consorzio di banche a favore di un'impresa)¹⁸⁶ di banche di spessore internazionale, con

¹⁸⁶ I *syndicated loans* sono finanziamenti a medio-lungo termine concessi congiuntamente da un *pool* («gruppo» o «consorzio») di banche e/o altri intermediari finanziari a favore di un'impresa. La tecnica del prestito consortile risponde, in particolare, all'esigenza di ripartire il rischio e lo sforzo di finanziamento tra più soggetti. Sul tema si riporta anche la

l'obiettivo di favorire lo sviluppo del *loan market*, ossia il mercato in cui le imprese ricercano i finanziamenti per le proprie attività.

Le iniziative dei soggetti partecipanti si conclusero nel novembre del 1996 con la costituzione di un'associazione di categoria (*trade association*), la *Loan Market Association* (in seguito, "LMA").

Negli anni la LMA ha conseguito un significativo successo ed ottenuto un elevato grado di rispettabilità, al punto che le sue indicazioni vengono generalmente riconosciute come *market practice* (prassi di mercato).

Tra i molteplici fattori che hanno contribuito al successo della LMA, rientra anche la documentazione contrattuale predisposta dalla *Loan Market Association* in collaborazione con alcune *international law firms*: si tratta di un *set* di modelli contrattuali (ciascuno relativo ad una specifica operazione di finanza strutturata) messo a disposizione degli operatori economici.

definizione di *syndicated loan* utilizzata da Nicholas Voisey in *The Syndicated Loan as a Financing Instrument*, in AA. VV. *20 Years in the Loan Market*, Londra, 2016: «[a syndicated loan is a loan] *in which two or more lenders (the syndicate) contract with a borrower to provide credit on common terms and conditions, governed by a common document*». Dei prestiti sindacati, se ne distinguono cinque diverse tipologie: i) *term loan* (in genere impiegato per spese per capitale o pagamenti di somme certe che sono destinati a prolungarsi nel tempo; il regolamento contrattuale del finanziamento tende a variare a seconda delle condizioni del mercato, nonché del merito creditizio del mutuatario); ii) *revolving credit* (la sua caratteristica principale è che consente al mutuatario di rimborsare l'ammontare del finanziamento e chiedere nuove erogazioni per tutta la durata del contratto; per questi motivi, si impiega soprattutto come sostegno ai flussi di cassa del capitale operativo delle società); iii) *stand-by* (è un finanziamento analogo al *revolving credit*, con la particolarità che il mutuatario, al momento della stipula del contratto, non si aspetta di dover richiedere alcuna erogazione. Si tratta pertanto di una concessione di credito cui ricorrere solo in situazioni eccezionali); iv) *swingline* (è una forma particolare di *revolving credit* utilizzata dai mutuatari che richiedono un'erogazione immediata – generalmente in Euro o Dollari americani – a supporto di un programma di emissione di titoli di credito in specifiche località); v) *Letter of Credit* (si tratta di una forma di credito di firma, in cui la banca si impegna ad assumere o garantire l'obbligazione del soggetto debitore).

2. *Loan Market Association*: quadro generale

Come premesso, la *Loan Market Association* viene in considerazione come l'associazione di categoria per il mercato europeo dei prestiti sindacati, fondata in Inghilterra nel novembre del 1996 da banche ed istituti finanziari attivi in quel settore di mercato¹⁸⁷.

La costituzione della LMA avvenne a seguito di una serie di incontri informali tenutisi a Londra, a cui parteciparono i rappresentanti delle maggiori banche internazionali (in particolare soggetti con funzioni apicali all'interno dei dipartimenti competenti in materia di *syndicated loans*).

Lo scopo di tali incontri era quello di elaborare e concordare una soluzione che consentisse lo sviluppo del *loan market* in Europa. A supporto a quest'iniziativa furono fondamentali anche i contributi, rispettivamente, dello studio legale internazionale *Clifford Chance LLP* (incaricato di fornire un quadro completo e dettagliato circa la disciplina legale in tema di prestiti sindacati), nonché della Banca d'Inghilterra, il cui consenso, in qualità di ente regolatore e supervisore, fu essenziale ai fini della costituzione della *Loan Market Association*. In aggiunta, la commissione all'uopo organizzata ebbe modo di avvalersi della precedente esperienza della *New York-based Loan Syndications and Trading Association*¹⁸⁸ (LSTA), fondata nel 1995 nello stato di New York.

L'obiettivo principale della *Loan Market Association* è favorire la liquidità nel mercato sia primario che secondario dei prestiti sindacati, attraverso la promozione dell'efficienza e

¹⁸⁷ Le banche fondatrici della *Loan Market Association* furono Barclays de Zoete Wedd (oggi Barclays Investment Bank), Credit Suisse, Fuki Bank, HSBC Investment Bank plc, JP Morgan Securities Ltd, Natwest Capital Markets Limited e SBC Warburg.

¹⁸⁸ La *Loan Syndications and Trading Association* è un'associazione di categoria formata da banche, fondi di investimento e studi legali allo scopo di sviluppare procedure *standard*, prassi di mercato ed altri strumenti per promuovere la liquidità nel *loan market* statunitense. Per approfondimenti, si rimanda al sito della LSTA: <http://www.lsta.org/>.

della trasparenza e lo sviluppo di modelli contrattuali *standard* e codici di prassi di mercato. Nel corso degli anni, la LMA ha acquisito notevole autorità ed ha esteso il suo ambito di attività in ogni aspetto del mercato primario e secondario dei *syndicated loans*, non solo in Europa, ma anche in Africa e nel Medio Oriente.

Una delle principali attività della LMA è l'impegno volto alla definizione di una prassi generale nel contesto del *loan market*: l'obiettivo perseguito è quello di individuarne le caratteristiche principali e creare così un parametro di riferimento per il funzionamento del mercato, che sia accolto dalla maggioranza degli operatori economici.

Correlata alla precedente è inoltre l'attività di consultazione e confronto che la *Loan Market Association* svolge nei confronti di altre istituzioni, di livello non solo nazionale, ma anche comunitario e internazionale, impegnate nella regolamentazione e sviluppi del mercato obbligazionario. Tra le istituzioni con cui si rapporta la LMA si segnalano in particolare la Banca d'Inghilterra e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE)¹⁸⁹.

Tra le molteplici attività della LMA, la più nota e rilevante è comunque quella legata alla predisposizione di modelli contrattuali, ciascuno relativo ad una specifica operazione finanziaria.

Sin dai primi anni, infatti, la *Loan Market Association* ha concentrato i suoi sforzi nella predisposizione di contratti di finanziamento *standard* da mettere a disposizione degli operatori di mercato al fine di facilitare il compimento delle operazioni di credito (e in questo modo agevolare lo sviluppo del mercato stesso). La caratteristica essenziale dei modelli LMA è che gli stessi non devono intendersi come dei contratti

¹⁸⁹ L'OCSE è un'organizzazione internazionale di studi economici, che svolge funzioni di natura prevalentemente consultiva volte alla risoluzione di problemi comuni, all'identificazione di pratiche commerciali e al coordinamento delle politiche locali ed internazionali degli Stati membri (in tutto trentacinque, tra cui figura anche l'Italia).

in serie, bensì come un punto di riferimento da cui le parti possono prendere principio per lo svolgimento delle trattative.

Il primo *set* documentale fu pubblicato già nel 1997 con riferimento al *secondary trading*. Ulteriori novità si ebbero poi nel 1999 (pubblicazione della documentazione per gli *investment grade primary syndicated loans*) e nel 2004 (pubblicazione della documentazione per i *leveraged loans*).

Nel tempo la documentazione LMA si è sviluppata fino a comprendere un totale di centotrentasette modelli contrattuali, relativi a diversi ambiti finanziari, tra cui, *inter alia*, *investment grade*¹⁹⁰, *leveraged lending*¹⁹¹ (che sarà oggetto di trattazione specifica nel prossimo paragrafo) e *real estate finance*¹⁹².

L'ampliamento di tale documentazione è stato del resto anche un espediente per convincere nuovi soggetti ad entrare a far parte della *Loan Market Association*; funzionale a questo scopo è stata anche la scelta di elaborare i nuovi modelli contrattuali sulla base dell'esperienza e delle conoscenze degli operatori economici attivi sui mercati primario e secondario.

Come anticipato, i modelli della LMA costituiscono soltanto un punto di partenza da cui avviare le trattative negoziali: discende, quindi, che le parti sono libere di derogare alla disciplina *standard*, inserendo nuove clausole e/o modificando quelle già inserite.

¹⁹⁰ I finanziamenti *investment grade* si caratterizzano per essere concessi a favore di mutuatari il cui merito creditizio è rappresentato da indicatori (*ratings*) che ne attestano l'affidabilità economica, caratterizzata da livelli medio-alti. Di conseguenza, per le banche e gli istituti finanziari, i finanziamenti *investment grade* rappresentano forme di investimento poco rischiose, restando comunque inteso che il *rating* rappresenta una classificazione dinamica suscettibile di modifiche anche nel breve-medio termine.

¹⁹¹ Le operazioni di *leveraged financing* costituiscono operazioni di finanziamento il cui scopo consiste nell'acquisizione di una società. La particolarità del *leveraged financing* è l'alto indebitamento che viene a gravare sulla società a cui è concesso il finanziamento. Tale esposizione debitoria determina un significativo grado di rischiosità dell'operazione, che giustifica gli elevati tassi di interesse che vengono imposti dai soggetti finanziatori.

¹⁹² I finanziamenti *real estate* si caratterizzano in quanto concessi a favore di un mutuatario che intende realizzare un investimento immobiliare.

Al momento attuale, la *Loan Market Association* conta seicentottantatré associati, tra cui banche, istituti finanziari, mutuatari, studi legali e agenzie di *rating*. L'aumento esponenziale degli affiliati è indubbiamente una delle conferme più significative dell'importanza del servizio svolto da tale associazione. Ciò peraltro si desume anche dalla circostanza che oggi le più importanti negoziazioni contrattuali in ambito europeo hanno come riferimento proprio i modelli contrattuali LMA, che vengono percepiti dagli addetti ai lavori come lo *standard* di mercato a cui può derogarsi solo a fronte di particolari esigenze legate alla singola trattativa.

3. Analisi del modello contrattuale LMA per le operazioni di *leveraged financing*

Il modello contrattuale della *Loan Market Association* per le operazioni di *leveraged financing* è stato pubblicato nel 2004 per soddisfare la richiesta di banche ed imprese di usufruire di un *set* documentale *standard*, analogo a quello già licenziato in relazione alle operazioni di *investment grade*.

Il modello LMA ha consentito nel tempo una maggiore efficienza nelle transazioni del *loan market* ed ha altresì contribuito alla formazione di uno *standard* di mercato riconosciuto e seguito dagli operatori economici.

Ai fini della stesura del contratto *standard* in esame, la *Loan Market Association* ha impostato il proprio lavoro muovendo da taluni presupposti, tra cui figurano i seguenti: *i*) che la legge regolatrice del contratto sia la legge inglese; *ii*) che la sede dell'*Agent* (come *infra* definito) sia situata a Londra; *iii*) che la sindacazione del finanziamento abbia luogo nel mercato di Londra o comunque nel mercato comunitario; e *iv*) che il debitore sia costituito in forma societaria.

Lo stile adottato all'interno del contratto corrisponde, nei limiti del possibile, ad uno stile c.d. *plain English*. Ovviamente, il contratto per il *leveraged financing* si basa sui precedenti modelli contrattuali pubblicati dalla LMA.

Data l'abbondanza delle questioni inerenti al regolamento contrattuale, il presente capitolo è stato oggetto di alcune restrizioni di campo.

In particolare, nell'economia del presente elaborato, si è scelto di escludere dall'analisi le clausole volte a disciplinare gli aspetti fiscali del contratto di finanziamento. Inoltre, lo studio del contratto LMA di *leveraged financing* è stato impostato sulla base di una semplificazione dell'operazione di finanziamento, prevedendo in particolare la concessione di una sola linea di credito e l'assenza di linee di credito accessorie, ed escludendo che il finanziamento costituisse un'operazione di credito di firma in cui utilizzare lo strumento delle lettere di credito.

Si noti, infine, che l'esposizione si svolgerà secondo una metodologia analitica, prendendo in esame le singole *Sections* in cui è suddiviso il contratto, ed analizzando le clausole più rilevanti contenute all'interno di ciascuna di esse.

3.1 Sezione I – Interpretazione del contratto

La prima *Section* del contratto LMA per il *leveraged financing* è dedicata alle definizioni terminologiche da usare all'interno del contratto. In conformità alla prassi contrattuale generale, la *Loan Market Association* prevede che prima di esporre i diritti e gli obblighi in capo alle parti, sia necessario definire i concetti più importanti ai fini della disciplina del rapporto negoziale. Nell'ambito delle definizioni, se ne distinguono alcune che ricorrono frequentemente nei vari modelli contrattuali predisposti dalla LMA (ad esempio le locuzioni relative alle modalità e alle tempistiche del procedimento di erogazione) ed altre che invece riguardano esclusivamente le operazioni di *leveraged financing* (come quelle relative all'operazione di acquisizione della società *target*). La *Section* in esame costituisce, invero, una delle clausole più importanti e al contempo delicate, poiché l'esperienza ha dimostrato come una considerevole parte delle

trattative sia incentrata proprio sulla necessità di addivenire a definizioni comuni e condivise tra tutte le parti contrattuali.

Si riportano di seguito le definizioni più importanti (che saranno anche utilizzate nel prosieguo del presente capitolo):

1. **Acceptable Bank**: tale definizione serve ad identificare le banche con cui il *Borrower* ha la facoltà di effettuare depositi di danaro o altre categorie di investimenti. Si tratta in genere di banche o istituti finanziari che soddisfano determini requisiti di *rating* ovvero che, indipendentemente dal *rating*, sono approvati dall'*Agent*.
2. **Acquisition Documents**: la definizione in esame indica l'intero *set* documentale sottoscritto (o da sottoscrivere) ai fini della, e in relazione alla, operazione di acquisizione della *Target*.
3. **Acquisition**: indica l'operazione di acquisizione della società *Target* (ovvero degli *assets* della *Target*), come prevista e disciplinata dagli *Acquisition Documents*.
4. **Affiliate**: indica, a seconda del caso, una società collegata, controllante o collegata.
5. **Agent**: indica la banca che ricopre il ruolo di rappresentante dei *Lenders* e delle altre *Finance Parties* ai fini dell'esecuzione del contratto di finanziamento.
6. **Arranger**: indica la banca o l'istituto finanziario che negozia con il *Borrower* e la *Parent* la struttura dell'operazione finanziaria.
7. **Availability Period**: indica l'intervallo di tempo in cui il *Borrower* ha la facoltà di richiedere l'erogazione del finanziamento. Terminato l'*Availability Period*, il *Borrower* è tenuto a rimborsare i *Loans* secondo le scadenze del piano di ammortamento.
8. **Borrower**: per tale si intende il soggetto che riveste la qualità di mutuatario ai sensi del contratto di finanziamento. Nell'ambito delle operazioni di *leveraged buy-out*, il *Borrower* è la società *newco*.
9. **Break Costs**: si tratta delle spese di risoluzione (infatti, letteralmente *break costs* significa «costi di rottura») che il

Borrower si obbliga a corrispondere alle *Finance Parties* in caso di rimborso anticipato del finanziamento in una data che non coincide con l'ultimo giorno del periodo di interesse in corso. L'ammontare dei *Break Costs* corrisponde alla differenza tra il tasso di interesse (escluso il *Margin*, come *infra* definito) che i *Lenders* avrebbero percepito se il rimborso del finanziamento fosse avvenuto (come previsto) al termine del periodo di interesse, e la somma che i *Lenders* avrebbero potuto ottenere depositando una somma uguale a quella del finanziamento presso un'altra banca per un periodo di durata pari all'intervallo di tempo tra la data del rimborso anticipato e l'ultimo giorno del periodo di interesse.

10. **Closing Date:** indica la data in cui si verifica la *Completion* (come *infra* definita).
11. **Completion:** indica il momento in cui si perfeziona l'operazione di acquisizione della *Target* (ovvero dei suoi *assets*).
12. **Default:** lo *standard* LMA contempla, alla Clausola 29, una serie di scenari il cui verificarsi costituisce, ai fini del *Facility Agreement*, un *Default*, ossia un'ipotesi di inadempimento contrattuale. In caso di *Default*, la parte inadempiente (i.e. il *Borrower*, la *Parent* o altro degli *Obligors*) dispone (se previsto) di un termine (c.d. *grace period*) – all'uopo indicato dalle parti – entro cui porre rimedio all'inadempimento verificatosi. In caso di inutile decorso del *grace period* (o immediatamente, in assenza di *grace period*), il *Default* si consolida in *Event of Default*, ossia un inadempimento contrattuale effettivo e definitivo. Il ricorrere di un *Event of Default* legittima le *Finance Parties* ad attivare la Clausola 29.20 (*Acceleration*), obbligando così il *Borrower* all'immediato rimborso del finanziamento.
13. **Defaulting Lender:** indica il *Lender* che è inadempiente (o dichiara che sarà inadempiente) rispetto agli obblighi derivanti dal *Facility Agreement*, salvo che ciò sia dovuto

ad un errore tecnico o di natura amministrativa ovvero al verificarsi di un *Disruption Event* (come *infra* definito) e purché tali obblighi siano adempiuti entro il termine previsto dal contratto di finanziamento.

14. ***Disruption Event***: per tale si intende qualsiasi evento o circostanza che impedisca l'utilizzo dei sistemi di pagamento e comunicazione ordinariamente utilizzati dalle *Finance Parties* per adempiere le proprie obbligazioni ai sensi dei *Finance Documents*.
15. ***Facility Agreement***: indica il contratto di finanziamento.
16. ***Facility Office***: la locuzione in esame indica l'ufficio attraverso il quale i *Lenders* eseguono l'erogazione del finanziamento.
17. ***Facility***: indica la linea di credito oggetto del *Facility Agreement* e concessa dai *Lenders* a favore del *Borrower*.
18. ***Finance Documents***: indica collettivamente tutti gli atti e i contratti stipulati ai fini dell'operazione di finanziamento (ad esempio, il *Facility Agreement* e l'*Intercreditor Agreement*).
19. ***Finance Party***: indica ciascuna delle parti del *Facility Agreement* che ricoprono la funzione di *Lender*, *Agent* ovvero *Arranger*.
20. ***Financial Indebtedness***: indica la complessiva esposizione debitoria di natura finanziaria del *Borrower* e della *Parent*.
21. ***Group***: indica il gruppo societario composto dalle società collegate alla, o controllate dalla, *Parent* (incluso il *Borrower*).
22. ***Guarantee***: per tale si intende ogni garanzia personale che sia stata concessa da un *Guarantor*.
23. ***Guarantor***: per tale si intende qualsiasi soggetto che abbia rilasciato una garanzia personale avente ad oggetto l'adempimento degli obblighi di pagamento del *Borrower* ai sensi dei *Finance Documents*.
24. ***Impaired Agent***: si tratta di una definizione volta a designare la banca agente quando la stessa sia (o si

- dichiarati) inadempiente rispetto ai obblighi derivanti dai *Finance Documents*, salvo che tale inadempimento sia dovuto ad un errore tecnico o di natura amministrativa ovvero al verificarsi di un *Disruption Event*, e purché tali obblighi siano adempiuti entro il *grace period* applicabile.
25. ***Insolvency Event***: tale espressione fa riferimento ad una serie di ipotesi in cui una società manifesta la propria insolvenza, quali, a titolo esemplificativo, l'adozione della delibera di liquidazione, la stipulazione di un piano concordatario con i propri creditori o ancora la dichiarazione di fallimento. Si noti comunque che le parti possono convenire di modificare la clausola predisposta dalla *Loan Market Association*, o rimuovendo talune delle ipotesi di insolvenza già contemplate o aggiungendone di nuove.
26. ***Intercreditor Agreement***: indica l'accordo stipulato tra tutti i creditori del *Borrower* quali identificati ai sensi dei *Finance Documents*, al fine di regolamentare i propri diritti e le proprie pretese creditorie.
27. ***Interest Period***: indica ciascun periodo nel corso del quale maturano gli interessi sul capitale concesso al *Borrower*.
28. ***Lender***: tale termine identifica le parti del contratto di finanziamento che ricoprono la qualità di mutuanti. Nell'ambito dei *Lenders* si distinguono poi i c.d. *Original Lenders*, ossia i soggetti finanziatori che sono stati parti originarie del contratto, già a partire dalla data di sottoscrizione dello stesso.
29. ***Loan***: tale espressione indica qualsiasi somma che sia stata erogata al *Borrower* e che questi sia tenuto a rimborsare ai *Lenders* secondo il piano di ammortamento del finanziamento.
30. ***Majority Lenders***: questa definizione indica un gruppo di *Lenders* i cui singoli *Commitments*, in aggregato, sono almeno pari ad una determinata percentuale del *Total Commitment*.

31. **Margin:** il *Margin* costituisce uno degli elementi che compongono il tasso di interesse dovuto dal *Borrower*. Solitamente, infatti, il tasso di interesse comprende una componente variabile (ad esempio il tasso EURIBOR¹⁹³ o LIBOR¹⁹⁴), a cui si aggiunge una componente fissa (appunto, il *Margin*).
32. **Material Adverse Effect:** tale definizione indica un effetto sostanzialmente (cioè in misura rilevante) pregiudizievole che colpisca, provocandone un mutamento *in peius*, l'attività sociale, il patrimonio o il futuro andamento economico del *Group* considerato in senso unitario, la capacità degli *Obligors* di adempiere le proprie obbligazioni ai sensi dei *Finance Documents*, ovvero la validità, l'esecutività, l'efficacia dei *Finance Documents* e dei diritti sanciti a favore delle *Finance Parties* ai sensi dei *Finance Documents*. Le parti possono peraltro convenire che, affinché possa essere legittimamente invocato un *Material Adverse Effect*, debba esservi una decisione in questo senso adottata in buona fede da parte dei *Majority Lenders*.
33. **Obligor:** tale definizione indica collettivamente il *Borrower* e ciascun *Guarantor*.
34. **Parent:** indica la società al vertice del gruppo societario di cui fa parte il *Borrower*.
35. **Relevant Period:** tale definizione viene utilizzata nell'ambito della Clausola 27 (*Financial Covenants*) ed ha la funzione di indicare l'intervallo di tempo da tenere in considerazione ai fini della valutazione circa il rispetto, da parte della *Parent*, dei vincoli di natura finanziaria sanciti in capo alla stessa ai sensi del *Facility Agreement*.

¹⁹³ Il tasso EURIBOR (*EUro InterBank Offered Rate*) viene in considerazione come il tasso di interesse medio delle transazioni finanziarie in valuta Euro tra le principali banche europee.

¹⁹⁴ Il tasso LIBOR (*London InterBank Offered Rate*) è il tasso d'interesse medio richiesto per cedere a prestito depositi in una data divisa (sterlina inglese, dollaro USA, franco svizzero, euro o yen giapponese) da parte delle principali banche operanti sul mercato interbancario londinese.

36. **Repayment Date:** indica ciascuna delle date contemplate dal piano di ammortamento ai fini del rimborso del capitale erogato al *Borrower*.
37. **Repayment Instalment:** per tale si intende ciascuna delle rate di rimborso del capitale.
38. **Repeating Representations:** si tratta delle dichiarazioni (*representations*) rese dal *Borrower* non soltanto alla stipula del contratto di finanziamento o ai fini della prima erogazione, bensì per tutta la durata del *Facility Agreement*.
39. **Screen Rate:** muovendo dal presupposto che i contratti *standard* della *Loan Market Association* prevedono che la componente variabile del tasso di interesse dovuto dal *Borrower* sia il tasso LIBOR o l'EURIBOR (a seconda della valuta in cui è espresso il credito), la definizione di "Screen Rate" assolve alla funzione di indicare le fonti cui le parti devono attingersi per la rilevazione del saggio di interesse. In particolare, la LMA rimanda alle pagine "LIBOR01" e "LIBOR02" sul sito dell'agenzia *Thomson Reuters* per quanto riguarda la rilevazione del tasso LIBOR; invece, per il tasso EURIBOR, si rimanda alla pagina EURIBOR01, sul medesimo sito. Si noti che in caso di contratti collegati al *Facility Agreement* che prevedano anch'essi il pagamento di un interesse al tasso EURIBOR o LIBOR, sarà importante accertarsi che non vi siano divergenze circa le modalità di rilevazione del saggio di interesse, e quindi uniformare le relative clausole.
40. **Specified Time:** lo *Specified Time* viene in considerazione come una tabella contenuta in uno degli allegati del contratto di finanziamento, in cui vengono fissati i termini e le scadenze per l'erogazione del finanziamento.
41. **Subsidiary:** indica una società controllata.
42. **Target:** indica la società bersaglio quale individuata nell'ambito dell'operazione di LBO in funzione della quale è concesso il finanziamento.

43. **Termination Date:** indica la data finale del *Facility Agreement*, entro cui il capitale deve esser stato interamente rimborsato e gli interessi (unitamente agli altri oneri e commissioni) interamente pagati.
44. **Total Commitment:** per tale si intende l'intero importo della linea di credito messa a disposizione dai *Lenders* in favore del *Borrower*.
45. **Transaction Documents:** tale definizione indica congiuntamente gli *Acquisition Documents* e i *Finance Documents*.
46. **Utilisation:** indica ciascuna erogazione della *Facility*.
47. **Utilisation Date:** per tale si intende la data in cui i *Loans* sono effettivamente erogati al *Borrower* (*Utilisation*).
48. **Utilisation Request:** indica il documento (da trasmettere all'*Agent*) con cui il *Borrower* richiede l'erogazione del finanziamento. Il *Facility Agreement* prevede, tra gli allegati, il modello di *Utilisation Request* che il *Borrower* è tenuto ad utilizzare.

3.2 Sezione II – La linea di credito

La *Section II* del *Facility Agreement* contiene le disposizioni contrattuali più rilevanti per quanto riguarda la natura della linea di credito messa a disposizione del *Borrower*. L'importanza della *Section II* risulta inoltre dal fatto che essa fissa le condizioni che il *Borrower* e la *Parent* sono tenuti a rispettare ai fini dell'erogazione del finanziamento.

La Clausola 2.1 (*The Facility*) sancisce l'obbligo contrattuale dei *Lenders* di concedere a favore del *Borrower* una linea di credito da utilizzarsi ai fini dell'operazione di acquisizione.

Tale clausola ricopre nell'economia del *Facility Agreement* un ruolo di importanza preminente: infatti, accogliendo l'idea che il modello contrattuale LMA possa ritenersi assimilabile, dal punto di vista strutturale, al contratto tipico di apertura di credito (quale definito ai sensi dell'art.

1842 c.c.¹⁹⁵), la Clausola 2.1 ha la funzione di enunciare espressamente la causa del contratto, ossia l'impegno dei *Lenders* di tenere a disposizione del *Borrower* la *Facility* fino alla *Termination Date*.

Rilevanti sono anche le disposizioni contrattuali volte a definire la natura degli obblighi in capo alle *Finance Parties*. La Clausola 2.4 (*Finance Parties' rights and obligations*) sancisce che gli obblighi a carico delle *Finance Parties* ai sensi dei *Finance Documents* non sono legati da alcun vincolo di solidarietà: si esclude quindi che l'eventuale inadempimento di una delle *Finance Parties* produca effetti di qualsivoglia natura sugli obblighi delle altre parti contrattuali. Inoltre, nessuna delle *Finance Parties* è contrattualmente responsabile degli obblighi in capo alle altre.

La stessa disciplina vale anche con riferimento ai diritti spettanti alle *Finance Parties*, da esercitare in maniera indipendente, salvo che sia diversamente previsto dai *Finance Documents*.

Ai sensi della Clausola 2.5 (*Obligor's Agent*), invece, gli *Obligors* conferiscono un mandato alla *Parent*, che viene conseguentemente investita del potere di agire in nome e per conto loro ai fini dell'esecuzione dei *Finance Documents*.

Ciò comporta pertanto che ogni atto, omissione, accordo, impegno, rinuncia, modifica, notizia o comunicazione data o eseguita dalla *Parent* nella sua qualità di mandatario sarà vincolante a tutti gli effetti anche nei confronti degli *Obligors*.

La Clausola 3.1 (*Purpose*) definisce la causa in concreto del *Facility Agreement*: essa stabilisce, infatti, che il finanziamento concesso al *Borrower* debba essere impiegato esclusivamente ai fini della realizzazione dell'operazione di acquisizione della *Target*. Questa clausola è una delle più sensibili per le parti, ed ovviamente essa si presta a

¹⁹⁵ Art. 1842 c.c. (*Nozione*): «L'apertura di credito bancario è il contratto col quale la banca si obbliga a tenere a disposizione dell'altra parte una somma di danaro per un dato periodo di tempo o a tempo indeterminato». Per l'analisi di tale figura contrattuale si rimanda al paragrafo 4 del presente capitolo.

significative modifiche rispetto allo *standard* contrattuale al fine di riflettere le esigenze legate alla specifica acquisizione.

Il vincolo di destinazione sui fondi mutuati previsto alla Clausola 3.1 incide inevitabilmente sull'elemento causale del contratto: infatti, dal punto di vista dell'ordinamento italiano, è possibile rilevare profili di compatibilità tra il modello LMA in esame e la figura contrattuale del mutuo di scopo¹⁹⁶, poiché il vincolo di destinazione costituisce per il *Borrower* una vera e propria obbligazione contrattuale.

Significativa è altresì la Clausola 3.2 (*Monitoring*), in forza della quale si esclude in capo alle *Finance Parties* l'obbligo di verificare che il *Borrower* impieghi le somme che sono state erogate in suo favore conformemente a quanto previsto dal *Facility Agreement*.

In altre parole, la Clausola 3.2 esclude qualsivoglia facoltà di ingerenza delle *Finance Parties* nell'attività di utilizzo dei fondi mutuati. Analizzata dal punto di vista del diritto italiano, questa previsione svolge una duplice funzione per le ipotesi in cui il debitore faccia un uso distorto delle somme finanziate: da un lato, essa sancisce l'esonero da responsabilità delle *Finance Parties*; dall'altro, esclude l'applicabilità dell'art. 1227 c.c.¹⁹⁷, il quale determinerebbe una riduzione dell'ammontare del risarcimento del danno spettante alle *Finance Parties*.

La Clausola 4 (*Conditions of Utilisation*) ha invece la funzione di stabilire tutte le condizioni che devono essere soddisfatte ai fini dell'erogazione del finanziamento; tali condizioni comprendono, da una parte, le *initial conditions precedent* (ossia quelle condizioni che devono necessariamente essere soddisfatte alla prima erogazione) e dall'altra le *further*

¹⁹⁶ Per approfondimenti si rimanda al successivo paragrafo 4 del presente capitolo.

¹⁹⁷ Art. 1227 c.c. (*Concorso del fatto colposo del creditore*): «Se il fatto colposo del creditore ha concorso a cagionare il danno, il risarcimento è diminuito secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate (comma 1). Il risarcimento non è dovuto per i danni che il creditore avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza (comma 2)».

conditions precedent (che si applicano ad ogni erogazione successiva alla prima).

Le *initial conditions precedent* sono in genere indicate in un allegato (“*Schedule*”) del *Facility Agreement*, il quale riporta un elenco di documenti che il *Borrower* deve fornire all’*Agent* in allegato alla *Utilisation Request*.

Tra i documenti richiesti, si menzionano in particolare: una copia dei documenti costitutivi della *Parent* e degli altri *Obligors*; una copia della delibera del consiglio di amministrazione di ogni *Obligor* che approvi l’operazione di LBO nel suo complesso e che nomini uno o più rappresentanti per la firma dei *Finance Documents*; una copia firmata di tutti i *Finance Documents*; una copia firmata dei documenti relativi all’acquisizione della *Target*; un parere legale emesso da uno studio legale indipendente, in cui si affermi che gli obblighi della *Parent* sono validi ed efficaci. Ancora, si richiede un’ulteriore documentazione relativa alla *Parent* e di natura strettamente patrimoniale, ossia le copie autentiche dell’ultimo bilancio regolarmente approvato della *Parent*, nonché ulteriori documenti dei revisori contabili che attestino il rispetto dei *covenant* finanziari in capo alla *Parent* (con particolare riferimento ai parametri di EBITDA e di *leveraged ratio*).

Ai sensi della Clausola 4.1 (*Initial conditions precedent*), i *Lenders* sono obbligati a dar seguito alla richiesta di utilizzo del *Borrower* – e quindi ad erogare il finanziamento – solo qualora l’*Agent* abbia confermato alla *Parent* e ai *Lenders* di aver ricevuto tutti i documenti all’uopo richiesti e che quindi tutte le *initial conditions precedent* dedotte in contratto sono state pienamente soddisfatte.

Per quanto concerne, invece, le *further conditions precedent*, la Clausola 4.2 (*Further conditions precedent*) stabilisce che l’erogazione del finanziamento non possa aver luogo quando un *Default* sia in atto o si verificherebbe quale conseguenza dell’erogazione ovvero quando si sia verificata una violazione di una *repeating representation*.

La Clausola 4.4 (*Maximum number of Utilisations*) serve infine a fissare quale sia il massimo numero di utilizzi che il *Borrower* può richiedere.

3.3 Sezione III – Utilizzo della linea di credito

La *Section III* contiene la disciplina contrattuale dei meccanismi di erogazione della *Facility*. Le disposizioni più importanti sono quelle atte a definire le formalità relative alla compilazione della *Utilisation Request*, nonché quelle che ne regolano le tempistiche di trasmissione all'*Agent*.

Anzitutto, la Clausola 5.1 (*Delivery of a Utilisation Request*) stabilisce che il *Borrower* (o la *Parent* per conto del *Borrower*) può utilizzare la *Facility* trasmettendo all'*Agent* una *Utilisation Request* debitamente compilata ed inviata entro lo *Specified Time*.

Rispetto alla *Utilisation Request*, ai sensi della Clausola 5.2 (*Completion of a Utilisation Request for Loans*), ciascuna richiesta di utilizzo per un *Loan* si intende irrevocabile e sarà considerata debitamente compilata solo se indica espressamente la *Facility* che si intende utilizzare (qualora ve ne sia più d'una), se la *Utilisation Date* proposta corrisponde ad un giorno lavorativo che cade entro la fine dell'*Availability Period*, se la valuta e l'ammontare della *Utilisation* sono conformi alle disposizioni della Clausola 5.3 (*Currency and amount*)¹⁹⁸ e, infine, se il proposto *Interest Period* è conforme alla relativa disciplina di cui alla Clausola 16 (*Interest Period*).

Secondo l'impostazione generale indicata dalla *Loan Market Association*, il contratto di finanziamento attribuisce al *Borrower* la facoltà di richiedere un solo utilizzo della *Facility* per ciascuna *Utilisation Request*. È tuttavia prevista una fattispecie derogatoria: secondo la Clausola 5.2(b), infatti, il *Borrower* può richiedere più utilizzi all'interno della medesima *Utilisation Request* quando la relativa data di erogazione dei

¹⁹⁸ La Clausola 5.3 prevede che la valuta dell'utilizzo del finanziamento debba corrispondere alla c.d. *Base Currency*, cioè alla valuta prescelta dalle parti; la clausola in esame riporta inoltre quale sia l'ammontare minimo di ciascuna *Utilisation* richiesta dal *Borrower*.

fondi venga a coincidere con la *Closing Date* (i.e. la data in cui si compie l'operazione di *buy-out* della società obiettivo).

Ai sensi della Clausola 5.4 (*Lenders' participation*), i *Lenders* sono tenuti ad adempiere il proprio obbligo contrattuale di erogare e mettere a disposizione del *Borrower* i fondi della *Facility* solo a partire dal momento in cui siano state interamente soddisfatte le condizioni previste dal *Facility Agreement* ai fini dell'erogazione.

Vale la pena notare che ogni *Lender* è tenuto a partecipare all'erogazione dei *Loans* in misura proporzionale alla sua quota di competenza del *Total Commitment*¹⁹⁹.

3.4 Sezione IV – Rimborso e cancellazione della linea di credito

La *Section IV* del modello LMA per il *leveraged financing* contiene la disciplina contrattuale del rimborso (anche anticipato) del finanziamento, nonché dei casi concernenti la cancellazione della *Facility*.

In tema di rimborso anticipato, l'impostazione seguita dalla *Loan Market Association* prospetta una *summa divisio* tra le fattispecie in cui il rimborso anticipato dei fondi mutuati è facoltativo (e quindi rimesso interamente alla volontà del debitore, il quale tenderà ad agire secondo un giudizio di convenienza economica) e fattispecie, per contro, in cui sorge in capo al mutuatario un vero e proprio obbligo di rimborso anticipato.

Nella prassi contrattuale, le ipotesi di rimborso anticipato obbligatorio sono spesso oggetto di delicate trattative, poiché, da un lato, vi è l'interesse dei soggetti finanziatori a terminare il rapporto contrattuale al verificarsi di situazioni non favorevoli (ad esempio se, per *ius superveniens*, sia divenuta illegale l'attività di concessione di prestiti), mentre dall'altro il

¹⁹⁹ A titolo esemplificativo: se il *Total Commitment* è pari ad Euro 2.000.000,00 e vi sono due *Lenders* (ciascuno impegnato per il 50% del *Total Commitment*, cioè Euro 1.000.000,00), laddove il *Borrower* chieda l'erogazione di un *Loan* pari ad Euro 1.000.000,00, i *Lenders* dovranno erogare ciascuno Euro 500.000,00 (ossia ciascun *Lenders* sarà tenuto ad erogare il 50% dell'importo totale del *Loan*).

Borrower ha interesse a limitare il più possibile le ipotesi in cui egli sia obbligato a restituire l'intero ammontare dei fondi mutuati, considerando l'elevata probabilità che un simile esborso inatteso (in quanto non certo contemplato dal piano di ammortamento del finanziamento) possa cagionare un pregiudizio significativo per le proprie condizioni patrimoniali e finanziarie.

Circa la restituzione del capitale finanziato, la *Loan Market Association* contempla alla Clausola 11.1 (*Repayment of Term Loans*) due diverse modalità tra le quali le parti sono chiamate a scegliere. Secondo la prima modalità, il *Borrower* è tenuto a rimborsare integralmente il capitale finanziato in un'unica soluzione alla *Termination Date*; in alternativa, invece, è possibile convenire che il rimborso debba eseguirsi mediante pagamenti rateali.

Qualora le parti propendano per la seconda variante, esse sono altresì tenute a fissare le modalità per il calcolo dell'importo delle singole rate. Anche in questo caso si distinguono due alternative: la prima prevede che le parti stabiliscano l'esatto ammontare di ogni singola rata, indicandolo nel contratto di finanziamento. In base alla seconda soluzione, invece, ciascuna rata è fissata in un importo pari ad una data percentuale dell'ammontare complessivo di tutti i *Loans* erogati e non ancora rimborsati²⁰⁰.

Si noti che la disciplina sopra esposta trova applicazione quando la linea di credito concessa ai sensi del *Facility Agreement* sia una *term facility*, ossia quando si tratti di una linea di credito la cui disponibilità, in caso di erogazione, non può essere reintegrata.

Le disposizioni del contratto in tema di rimborso cambiano quando la *Facility* sia invece una *revolving facility*, la quale si distingue per il fatto che i versamenti eseguiti per il

²⁰⁰ Per fare un esempio concreto, supponendo che il *Total Commitment* fosse di 10.000.000 di Euro e che, al termine dell'*Availability Period*, l'importo utilizzato fosse di 5.000.000 di Euro, le parti possono convenire che il rimborso debba avvenire mediante pagamenti rateali semestrali ciascuno pari al 5% di 5.000.000 di Euro (i.e. 250.000 Euro).

rimborso dei fondi mutuati hanno anche la funzione di ripristinare il credito iniziale, che conseguentemente sarà suscettibile di formare oggetto di nuovi utilizzi.

Per questo motivo, la Clausola 11.2 (*Repayment of Revolving Facility Loans*) si limita a prevedere che il *Borrower* debba rimborsare i *revolving facility loans* pagando un importo pari a quello delle somme erogate, all'ultimo giorno del *Interest Period* applicabile a quel *Loan*.

La flessibilità della *revolving facility* può anche apprezzarsi in un'altra particolare situazione.

Qualora i *Lenders* siano tenuti (in forza di una *Utilisation Request*) ad erogare un *revolving facility loan* nello stesso giorno in cui è previsto che il *Borrower* debba rimborsare un diverso *revolving facility loan* precedentemente erogato, potrà aver luogo un fenomeno di compensazione tra i due *loans*, nel senso che l'erogazione del nuovo *loan* viene imputata a rimborso del precedente *loan*; ovviamente, il nuovo prestito dovrà poi essere rimborsato al termine del periodo di interesse ad esso applicabile.

Tale meccanismo è sancito alla Clausola 11.2 del *Facility Agreement*, la quale trova applicazione a condizione che il *Borrower* (o, in sua vece, la *Parent*), nella *Utilisation Request*, non esprima una volontà in senso contrario.

Alla luce di quanto sopra, quindi, se il *Loan* da rimborsare è maggiore di quello che deve essere erogato, il *Borrower* sarà tenuto a versare all'*Agent* (a beneficio dei *Lenders*) solo la differenza. Viceversa, se il *Loan* da erogare è maggiore di quello da rimborsare, allora saranno i *Lenders* a dover erogare a favore del *Borrower* la differenza tra i *Loans*.

Come in parte anticipato, le ipotesi contrattuali in tema di rimborso anticipato si suddividono in due tipologie: il rimborso anticipato obbligatorio e quello facoltativo.

La disciplina delle fattispecie obbligatorie di rimborso anticipato è sancita alla Clausola 13 (*Mandatory Prepayment and Cancellation*) del *Facility Agreement*: si tratta in particolare di fattispecie al verificarsi delle quali sorge in capo

al *Borrower* l'obbligo contrattuale di rimborsare immediatamente i fondi mutuati in suo favore, a prescindere dalle scadenze del piano di ammortamento originario.

Innanzitutto, secondo quanto previsto dalla Clausola 13.1 (*Exit*), ricorre un'ipotesi di rimborso anticipato obbligatorio quando si verifichi un caso di *Flotation*²⁰¹ o di *Change of control*²⁰² ovvero quando siano alienati tutti (o quasi tutti) gli *assets* del *Group* (mediante una singola operazione o più negozi tra loro collegati). In tali casi, il contratto stabilisce che l'intera *Facility* sia cancellata e che i *Loans* già erogati (unitamente agli interessi maturati su di essi e ad ogni altra somma dovuta ai sensi dei *Finance Documents*) diventino immediatamente scaduti ed esigibili.

Ulteriori ipotesi di rimborso anticipato obbligatorio sono contemplate dalla Clausola 13.2 (*Disposal, Insurance and Acquisition Proceeds and Excess Cashflow*): tale previsione stabilisce che i ricavi derivanti da taluni negozi espressamente indicati (quali atti di disposizione, indennizzi assicurativi o escussione di garanzie, comunque compiuti in relazione all'operazione di acquisizione della *Target*) siano impiegati come rimborso anticipato obbligatorio dei finanziamenti già erogati. Per tali fini è inoltre stabilito che i suddetti ricavi debbano essere accreditati su uno specifico conto, detto "*mandatory prepayment Account*".

Esistono, d'altra parte, ricavi (c.d. "*Excluded Proceeds*") esclusi dall'ambito della Clausola 13.2, i quali, pertanto, non devono essere impiegati per il rimborso anticipato obbligatorio del finanziamento. In relazione agli *Excluded Proceeds*, le

²⁰¹ Per "*flotation*" si intende la circostanza che la società del *Borrower* sia ammessa in un mercato regolamentato e diventi una società quotata.

²⁰² Secondo la definizione elaborata dalla *Loan Market Association*, ricorre un *Change of control* quando un soggetto (o un gruppo di persone che agiscono di concerto tra di loro in forza di un accordo, ancorché informale) consegue il controllo diretto o indiretto della *Parent*, nel senso che detenga la maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea dei soci della *Parent*, abbia il potere di nominare o rimuovere tutti gli amministratori (o la maggioranza di essi), possa impartire direttive circa lo svolgimento dell'attività sociale della *Parent*, ovvero abbia oltre una data percentuale del capitale sociale della *Parent*.

parti possono convenire di inserire nel contratto un obbligo a carico della *Parent* di utilizzare tali ricavi per scopi specifici, informando l'*Agent* circa le relative modalità di impiego.

La Clausola 13.2 rientra indubbiamente nel novero delle clausole *standard* LMA su cui si incentrano maggiormente le trattative tra le parti, soprattutto al fine di riflettere le specifiche esigenze del caso concreto e modulare le ipotesi di rimborso anticipato obbligatorio sulla base delle caratteristiche specifiche dell'operazione di cui si tratta.

All'opposto delle ipotesi di rimborso anticipato obbligatorio si collocano le ipotesi in cui il rimborso anticipato del finanziamento costituisce una facoltà rimessa alla discrezione del *Borrower*.

La prima ipotesi è contemplata all'interno della Clausola 12.4 (*Voluntary prepayment of Term Loans*), ai sensi della quale il *Borrower* o la *Parent* possono (previa notifica da trasmettersi all'*Agent* entro il termine all'uopo concordato) rimborsare anticipatamente in tutto o in parte il finanziamento, purché sia scaduto l'*Availability Period*, ovvero il *Borrower* abbia già utilizzato l'intera *Facility*.

Un'altra ipotesi è poi prevista dalla Clausola 12.6 (*Right of cancellation and repayment in relation to a single Lender*), che trova applicazione quando si renda necessario incrementare una somma dovuta ad un *Lender* da parte di un *Obligor* per effetto della Clausola 19.2 (*Tax Gross-up*)²⁰³, ovvero se un *Lender* richiede di essere indennizzato dalla *Parent* (o altro *Obligor*) ai sensi delle Clausole 19.3 (*Tax Indemnity*)²⁰⁴ o 20.1 (*Increased costs*)²⁰⁵. In tali eventualità, la *Parent* può notificare all'*Agent* la sua intenzione di cancellare

²⁰³ La clausola di *Tax Gross-up* è una disposizione del contratto ai sensi della quale, se la legge prevede una tassa su un pagamento che il *Borrower* deve effettuare in favore dei *Lenders*, il *Borrower* è tenuto ad integrare il pagamento in modo che i *Lenders* ricevano l'intera somma dovuta senza subire alcuna riduzione per motivi fiscali.

²⁰⁴ La clausola di *Tax Indemnity* sancisce l'obbligo del *Borrower* di indennizzare i *Lenders* per qualsivoglia tassa o imposta che gli stessi abbiano dovuto pagare in relazione al contratto di finanziamento.

²⁰⁵ Per l'analisi del contenuto di tale clausola si veda *infra*.

l'*Available Commitment* di quel *Lender* e rimborsare la sua partecipazione rispetto alle *Utilisations* effettuate fino a quel momento.

La *Parent* deve eseguire il rimborso nell'ultimo giorno di ogni *Interest Period* che termina dopo che la stessa abbia inviato all'*Agent* la notifica di cui sopra (o, se anteriore, dopo la data specificata dalla *Parent* nella suddetta notifica); devono altresì essere pagati anche interessi ed eventuali ulteriori oneri dovuti ai sensi dei *Finance Documents*.

La *Section IV* si occupa infine anche della cancellazione dell'*Available Commitment* dei *Lenders*, ossia di quella parte di finanziamento che non sia ancora stata oggetto di *Utilisation* da parte del *Borrower*.

Oltre all'ipotesi generale di *cancellation* prevista alla Clausola 5.6 (*Cancellation of Commitment*), che sancisce la cancellazione dei fondi messi a disposizione del *Borrower* che non siano stati utilizzati entro il termine dell'*Availability Period*, si distinguono le fattispecie di cancellazione di cui alle Clausole 12.3 (*Voluntary cancellation*) e 12.7 (*Right of cancellation in relation to a Defaulting Lender*).

Ai sensi della prima, è attribuita alla *Parent* la facoltà di cancellare in tutto o in parte – previa notifica all'*Agent* da trasmettersi entro un termine da definire tra le parti (in genere dieci o quindici giorni lavorativi) – la parte di *Facility* non ancora erogata. Generalmente si prevede che la cancellazione debba comunque avere ad oggetto un ammontare minimo.

La Clausola 12.7, invece, dispone che la *Parent* può chiedere, mediante notifica all'*Agent*, la cancellazione dell'*Available Commitment* messo a disposizione da parte di un *Lender* che sia diventato un *Defaulting Lender*. Tale facoltà può esercitarsi fino a quando il *Lender* continui ad essere inadempiente rispetto a propri obblighi.

Ai sensi della Clausola 14.1 (*Notices of Cancellation or Prepayment*), qualsivoglia notifica relativa alle ipotesi di rimborso anticipato o cancellazione del finanziamento (siano essi volontari o obbligatori) inviata da una delle parti del

Facility Agreement sarà considerata irrevocabile e, salvo diversa disposizione contrattuale, dovrà specificare la data (o le date) in cui il rimborso o la cancellazione deve essere eseguita, nonché il relativo importo rimborsato o cancellato.

Ciascun rimborso anticipato deve essere comprensivo non solo del capitale, ma anche degli interessi maturati, senza penalità aggiuntive (fatti salvi in ogni caso i *Break Costs*).

Si noti inoltre che, qualora la linea di credito messa a disposizione del *Borrower* sia una *term facility*, non è possibile chiedere l'erogazione di una parte del finanziamento già prepagata. Le stesse considerazioni, ma in senso contrario, valgono con riferimento all'ipotesi di *revolving facility*.

Particolare attenzione merita la Clausola 12.1 (*Illegality*) del *Facility Agreement*, la quale disciplina l'eventualità che diventi illegale per uno o più *Lenders* adempiere le proprie obbligazioni ai sensi del *Facility Agreement* (e segnatamente finanziare o mantenere la propria partecipazione in ogni *Utilisation*). In particolare, quando si verifichi un caso di *illegality*, il *Lender* interessato deve prontamente informare l'*Agent*, e a seguito di tale notifica l'*Available Commitment* del *Lender* sarà immediatamente cancellato e il *Borrower* sarà tenuto a rimborsargli le somme da quest'ultimo erogate mediante pagamenti da eseguirsi nell'ultimo giorno dell'*Interest Period* applicabile alle singole erogazioni avvenute.

Nel caso di *illegality* si ha dunque una forma di rimborso anticipato obbligatorio che tuttavia non obbliga il *Borrower* a restituire immediatamente tutti i fondi mutuati: ciò risulterebbe infatti eccessivamente gravoso nei suoi confronti, dato che non sussiste alcuna sua forma di responsabilità in relazione alla sopravvenuta illiceità dell'attività dei *Lenders*.

3.5 Sezione V– Costi connessi al finanziamento

La *Section V* del *Facility Agreement* contiene la disciplina contrattuale dei costi che il *Borrower* e la *Parent*

sono tenuti a sostenere in relazione alla concessione del finanziamento.

Tra i costi figurano anzitutto gli interessi a valere sulla *Facility*, in ossequio alla tipica natura onerosa dei contratti di finanziamento. Vale la pena notare che l'importanza degli interessi è tale che nel modello LMA vi sono ben tre clausole volte a disciplinarne i diversi aspetti, quali la durata dei periodi di interessi e la modifica delle modalità di calcolo.

I costi comprendono infine anche le commissioni spettanti alle *Finance Parties* quale corrispettivo dell'attività svolta dalle stesse.

In tema di interessi, la Clausola 15.1 (*Calculation of interest*) stabilisce che debba applicarsi, a ciascun *Loan* erogato al *Borrower*, un interesse il cui tasso risulta dalla sommatoria di due componenti, e segnatamente il *Margin* e il tasso di mercato prescelto dai contraenti (solitamente o LIBOR o EURIBOR, a seconda della valuta in cui è espressa la *Facility*).

Le parti possono anche includere ai fini del computo dell'interesse il *Mandatory Cost*, vale a dire un tasso di interesse da calcolarsi mediante un'apposita formula matematica contemplata in uno degli allegati del *Facility Agreement*.

Il *Facility Agreement* stabilisce poi che il pagamento degli interessi – secondo quanto previsto dalla Clausola 15.2 (*Payment of interest*) – deve avvenire nell'ultimo giorno dell'*Interest Period* relativo al *Loan* su cui gli interessi maturano. Se poi l'*Interest Period* ha una durata che eccede i sei mesi, allora il pagamento deve avvenire ad intervalli semestrali a partire dal primo giorno del periodo di interessi.

Il contratto predisposto dalla LMA prevede anche gli interessi di mora (in inglese, "*default interest*"), che sono dovuti ai *Lenders* quando un *Obligor* non adempie alle proprie obbligazioni di pagamento. Gli interessi di mora maturano in particolare sul credito scaduto, a partire dal giorno di scadenza fino alla data del pagamento.

Il tasso degli interessi di mora viene stabilito convenzionalmente dai contraenti e consiste in una maggiorazione (fissata generalmente in misura pari all'1% o al 2%) del saggio che i *Lenders* avrebbero ricevuto se il *Borrower* fosse stato adempiente. Gli interessi di mora sono immediatamente esigibili su semplice richiesta dell'*Agent*.

Ai sensi della Clausola 15.4 (*Notification of rates of interest*), l'*Agent* è tenuto a notificare ai *Lenders* e al *Borrower* (o alla *Parent*) la determinazione del tasso di interesse secondo le previsioni del *Facility Agreement*. L'obbligo di notifica riguarda anche l'interesse pagato dai *Lenders* a titolo di costo della provvista.

La disciplina contrattuale degli *Interest Periods* è invece contenuta alla Clausola 16 (*Interest Periods*).

Il contratto LMA stabilisce anzitutto che il *Borrower* (o la *Parent* per suo conto) nella *Utilisation Request* da inviare all'*Agent* ai fini dell'erogazione del finanziamento può scegliere la durata dell'*Interest Period* da applicare al *Loan* richiesto; se però il *Loan* è già stato erogato (e si tratta di una *term facility*), allora la scelta circa la durata del periodo di interesse può farsi attraverso un'apposita *Selection Notice*. Ogni *Selection Notice* per un *term Loan* è irrevocabile e deve essere trasmessa all'*Agent* da parte del *Borrower* (o della *Parent*) entro il termine previsto, il quale dovrà naturalmente essere fissato in misura tale da consentire all'*Agent* non solo di effettuare le dovute verifiche formali, ma anche di eseguire le necessarie operazioni di calcolo.

La *Loan Market Association* prevede che il *Borrower* possa scegliere tra due *Interest Periods* di diversa durata (in genere tre o sei mesi), ma consente altresì che si applichi ogni altro periodo all'uopo concordato tra la *Parent*, l'*Agent* e i *Lenders*, fermo restando che comunque gli *Interest Periods* non possono estendersi oltre la *Termination Date* prevista per la *Facility*.

Ciascun *Interest Period* inizia a partire dalla *Utilisation Date* ovvero, se l'*Utilisation* è già stata effettuata, nell'ultimo giorno del precedente *Interest Period*.

Quando la linea di credito sia nella forma di *revolving facility*, si applica un solo *Interest Period*; anche questa circostanza deriva dalla discrezionalità che tale forma di strumento finanziario attribuisce al mutuatario in termini di ripristino della disponibilità del finanziamento.

Ai sensi della Clausola 16.2 (*Changes to Interest Periods*) l'*Agent* ha comunque la facoltà di abbreviare un *Interest Period* al fine di assicurare che i *Loans* erogati abbiano un *Interest Period* che termini nello stesso giorno della *Repayment Date*, in modo che il *Borrower* possa pagare la *Repayment Instalment* dovuta in quel giorno.

La Clausola 17 (*Changes to the calculation of Interest*) disciplina il verificarsi di scenari in cui si renda necessario modificare le disposizioni contrattuali in merito al calcolo degli interessi: ciò accade in particolare quando non sia disponibile lo *Screen Rate* da cui ricavare il tasso EURIBOR o LIBOR.

Il modello elaborato dalla *Loan Market Association* contempla – alla Clausola 17.1 (*Unavailability of Screen Rate*) – due diverse opzioni a disposizione dei contraenti.

La prima si articola come segue:

1. Quando non sia disponibile lo *Screen Rate* per la rilevazione dell'EURIBOR (o del LIBOR) da applicare al *Loan*, bisognerà applicare il tasso di mercato risultante dall'*Interpolated Screen Rate*. L'*Interpolated Screen Rate* si calcola attraverso un'operazione di interpolazione su una linea base, tra lo *Screen Rate* applicabile per il periodo più lungo (in cui lo *Screen Rate* è disponibile) e comunque inferiore alla durata dell'*Interest Period* applicabile al *Loan* e lo *Screen Rate* applicabile per il periodo meno lungo (in cui lo *Screen Rate* è disponibile) e comunque superiore alla durata dell'*Interest Period* applicabile al medesimo *Loan*.

2. Quando non sia possibile calcolare l'*Interpolated Screen Rate*, si applicherà l'*Historic Screen Rate*, ossia il più recente *Screen Rate* applicabile al *Loan* e conforme alla durata dell'*Interest Period*.
3. Qualora non sia possibile rilevare l'*Historic Screen Rate*, si adotterà allora l'*Interpolated Historic Screen Rate*, da calcolarsi anch'esso mediante un'operazione di interpolazione su una linea base, tra il più recente *Screen Rate* applicabile per il periodo più lungo (in cui lo *Screen Rate* è disponibile) e comunque inferiore alla durata dell'*Interest Period* del *Loan* e il più recente *Screen Rate* applicabile per il periodo meno lungo (in cui lo *Screen Rate* è disponibile) e comunque superiore alla durata dell'*Interest Period* del medesimo *Loan*.
4. Se non si può calcolare l'*Interpolated Historic Screen Rate*, come tasso di mercato bisognerà applicare il *Reference Bank Rate* applicabile al *Loan* e conforme alla durata dell'*Interest Period* di quel *Loan*. Il *Reference Bank Rate* è il tasso di interesse determinato dalle c.d. *Reference Banks* (i.e. banche operative nel mercato dei prestiti sindacati di Londra) e appositamente comunicato all'*Agent*.
5. Se non sia possibile calcolare il *Reference Bank Rate* per mancanza di dati da parte delle *Reference Banks*, allora si applicherà la Clausola 17.4 (*Cost of funds*), ai sensi della quella l'interesse dovuto dal *Borrower* sarà composto, da una parte, dal *Margin* e, dall'altra, dal tasso di interesse pagato dai *Lenders* a titolo di costo della provvista per finanziare la propria partecipazione al finanziamento e appositamente notificato all'*Agent* – quando vi siano più *Lenders*, il *cost of funds* sarà calcolato facendo la media ponderata dei saggi di interesse pagati da ciascuno di essi.

In aggiunta a quanto sopra, la Clausola 17.4 prevede altresì che, su richiesta dell'*Agent* o della *Parent*, gli stessi debbano avviare un negoziato che sia funzionale al raggiungimento di una soluzione per la determinazione del

tasso di interesse applicabile. Ogni decisione così adottata (previo consenso di tutti i *Lenders*) sarà vincolante per tutte le parti del *Facility Agreement*.

La seconda variante della Clausola 17.1 (*Unavailability of Screen Rate*) può descriversi come una semplificazione della prima, poiché prevede che, in caso di indisponibilità dello *Screen Rate*, le parti debbano in primo luogo calcolare (ed applicare) l'*Interpolated Screen Rate* e, in secondo luogo, qualora non sia possibile fare tale calcolo, applicare o il *Reference Bank Rate* o attivare la Clausola 17.4 (*Cost of funds*). La semplificazione consiste pertanto nella soppressione dei passaggi intermedi rappresentati, rispettivamente, dall'*Historic Screen Rate* e dall'*Interpolated Historic Screen Rate*²⁰⁶.

Sempre per quanto riguarda gli interessi, è estremamente importante la Clausola 17.6 (*Break Costs*), la quale prevede che, in caso di rimborso integrale o parziale di un *Loan* prima della scadenza del relativo *Interest Period*, il *Borrower* debba corrispondere alle *Finance Parties* (su richiesta di queste) i *Break Costs* loro spettanti.

Ai fini di quanto sopra, ciascun *Lender*, non appena possibile a seguito della richiesta dell'*Agent*, deve fornire una certificazione che attesti l'ammontare dei *Break Costs* dovuti dal *Borrower*.

Per quanto riguarda, invece, le commissioni legate al finanziamento e previste dal *Facility Agreement*, se ne distinguono diverse tipologie.

La prima è la c.d. *commitment fee*: si tratta di una commissione che la *Parent* si obbliga a corrispondere all'*Agent* (per conto dei *Lenders*) quale corrispettivo per l'impegno di

²⁰⁶ In aggiunta alle ipotesi sopra descritte, la Clausola 17.4 (*Cost of funds*) trova applicazione anche nei casi di *market disruption*, ossia (in ossequio a quanto previsto dalla Clausola 17.3, rubricata *Market disruption*) quando l'*Agent* viene informato da uno o più *Lenders* (rappresentativi una quota della *Facility* superiore ad una percentuale all'uopo stabilita dai contraenti) che il costo della raccolta sostenuto dai medesimi è superiore all'EURIBOR o LIBOR corrisposto dal *Borrower*.

erogare il finanziamento. Viene solitamente calcolata mediante una percentuale sull'ammontare messo a disposizione dai *Lenders* e non ancora erogato. La *commitment fee* si paga alla fine di ogni trimestre durante la vigenza dell'*Availability Period*, all'ultimo giorno dell'*Availability Period* e, in caso di cancellazione, quando questa diventa efficace. Le parti possono convenire che nessuna *commitment fee* sia dovuta a favore di un *Lender* che sia un *Defaulting Lender*.

Diversa dalla *commitment fee* è l'*arrangement fee*, ossia la commissione dovuta agli *Arrangers* (cioè le banche organizzatrici dell'operazione di finanziamento), quale corrispettivo per l'attività di organizzazione legata al finanziamento.

Infine, l'ulteriore commissione prevista dal modello LMA è l'*agency fee*, spettante all'*Agent* a titolo di corrispettivo per l'espletamento della propria attività di agenzia.

3.6 Sezione VI – Obbligazioni di pagamento aggiuntive

La *Section VI* ricomprende al suo interno le clausole del *Facility Agreement* volte a disciplinare gli ulteriori obblighi di pagamento (soprattutto di natura indennitaria) a carico del *Borrower* e della *Parent*, che si aggiungono agli altri oneri relativi al finanziamento (vale a dire gli interessi e le commissioni di cui alla precedente *Section V*).

Tralasciando la Clausola 19 (*Tax Gross Up and Indemnities*) – concernente, *inter alia*, gli aspetti fiscali del *Facility Agreement* – nella *Section VI* figura anzitutto la Clausola 20 (*Increased Costs*), la quale sancisce obblighi di natura indennitaria in capo alla *Parent* e al *Borrower* a beneficio dei *Lenders* e delle altre *Finance Parties*.

Più dettagliatamente, la Clausola 20.1 (*Increased costs*) obbliga la *Parent* ad indennizzare, entro tre giorni lavorativi dalla richiesta dell'*Agent*, le *Finance Parties* che abbiano dovuto pagare un *Increased Cost*²⁰⁷ quale conseguenza

²⁰⁷ Gli *Increased Costs* comprendono ogni riduzione del tasso di interesse sulla *Facility* o di qualsivoglia somma dovuta ai sensi dei *Finance*

dell'introduzione di una nuova legge o regolamento (o cambiamenti relativi all'interpretazione e/o applicazione di una legge o regolamento) ovvero delle attività necessarie per conformarsi ad una legge o regolamento sopravvenuti rispetto alla stipula del *Facility Agreement*. Da notare che l'obbligo di pagare l'indennizzo sorge anche se l'*Increased Cost* sia stato pagato da un *Affiliate* delle *Finance Parties*.

In conformità alla Clausola 20.2 (*Increased cost claims*), la *Finance Party* che intende chiedere un indennizzo relativo agli *Increased Costs* ha l'onere di informare preventivamente l'*Agent* e di trasmettergli, su richiesta, una certificazione attestante l'ammontare degli *Increased Costs*.

Lo *standard* LMA contempla alla Clausola 20.3 (*Exceptions*) talune fattispecie di esenzione, in cui non sorge in capo alla *Parent* l'obbligo di corrispondere ai *Lender* gli *Increased Costs*. Si tratta di ipotesi in cui i costi aggiuntivi o sono dovuti a motivi fiscali (per cui si applicano le relative disposizioni contrattuali) o derivano dalla dolosa violazione di una legge o regolamento ad opera di una *Finance Party*.

La *Section VI* contiene anche la Clausola 21 (*Other indemnities*), che prevede ulteriori specifiche indennità in favore delle *Finance Parties*.

Tra le suddette indennità si menziona anzitutto la *currency indemnity*, la quale si applica quando una qualsiasi somma dovuta da un *Obligor* ai sensi dei *Finance Documents* debba essere convertita da una valuta all'altra al fine di convenire un *Obligor* in giudizio o dedurre in giudizio una prova contro di esso, oppure ottenere o far eseguire una sentenza o altro provvedimento relativo ad un procedimento civile o arbitrale.

In questo caso, l'*Obligor* è contrattualmente vincolato ad indennizzare il destinatario della somma, entro tre giorni

Documents, nonché ogni altro costo addizionale che le *Finance Parties* debbano sostenere. Ai fini della qualifica di *Increased Cost*, è altresì necessario che il costo sia inerente ai *Finance Documents* e all'adempimento delle obbligazioni ivi sancite.

lavorativi dalla relativa richiesta, da ogni spesa, costa, perdita o responsabilità che derivino dalla conversione.

Secondo quanto previsto dalla Clausola 21.2 (*Other indemnities*), le indennità coprono anche qualsiasi costo, perdita o responsabilità che le *Finance Parties* abbiano sofferto in conseguenza del verificarsi di un *Event of Default*, o del mancato pagamento da parte di un *Obligor* di una somma dovuta ai sensi dei *Finance Documents* oppure quando, nonostante l'intenzione manifestata dal *Borrower* o dalla *Parent*, essi non abbiano eseguito il rimborso anticipato dei fondi mutuati.

In generale, poi, l'obbligo indennitario in capo alla *Parent* e agli altri *Obligor* copre ogni costo, perdita o responsabilità che sia derivata dall'operazione di acquisizione (ivi inclusa la fase del finanziamento), purché non si tratti di costi, perdite o responsabilità che sia dovute a dolo o colpa grave delle *Finance Parties* (o dei loro *Affiliates*).

Specifiche indennità sono poi previste a beneficio esclusivo dell'*Agent*, il quale deve essere tenuto indenne da costi, perdite e responsabilità che abbia sofferto quale conseguenza delle investigazioni condotte con riferimento ad un evento che credeva in buona fede fosse un *Default*, oppure ancora in conseguenza delle azioni intraprese a seguito di una comunicazione, richiesta o istruzione che credeva in buona fede fosse esente da vizi, corretta e debitamente autorizzata.

Ai sensi della Clausola 21.3 (*Indemnity to the Agent*), tuttavia, nessuna indennità spetta all'*Agent* quando i costi, le perdite o le responsabilità sorti a suo carico siano dovuti ad un suo comportamento contraddistinto da dolo o colpa grave.

All'interno del *Facility Agreement* è assai rilevante la Clausola 22 (*Mitigation by the Lenders*), la cui funzione è quella di disciplinare i comportamenti delle parti a fronte di problematiche legate all'esecuzione del contratto di finanziamento: le *Finance Parties*, in consultazione con la *Parent*, sono tenute ad intraprendere tutte le iniziative necessarie al fine di porre rimedio a quelle circostanze il cui

verificarsi determina l'impossibilità di erogare il finanziamento oppure l'obbligo di procedere alla cancellazione del finanziamento ancora disponibile o all'obbligo di procedere con un prepagamento²⁰⁸.

In ogni caso, è previsto un indennizzo a favore dei *Lenders* che incorrano in costi, perdite o responsabilità a causa dell'attività di *mitigation*. Peraltro, se ritengono (ragionevolmente) che potrebbe configurarsi un pregiudizio a loro danno, le *Finance Parties* non sono vincolate ad intraprendere alcuna iniziativa di *mitigation*.

La Clausola 23 (*Costs and expenses*) sancisce poi che ogni costo e spesa (ivi compresi onorari dei consulenti legali e/o costi relativi a richieste di modifica, rinuncia o consenso formulate da un *Obligor*) che siano stati ragionevolmente sostenuti dalle *Finance Parties* in relazione alla negoziazione, preparazione, sottoscrizione e perfezionamento del *Facility Agreement* e di ogni altro contratto inerente all'operazione di *Acquisition*, sono a carico della *Parent*.

3.7 Sezione VII – La garanzia personale

La *Section VII* contiene la disciplina contrattuale della *Guarantee*, cioè la garanzia personale concessa da un *Guarantor* a beneficio delle *Finance Parties* avente ad oggetto il puntuale ed esatto adempimento da parte di ciascun *Obligor* dei propri obblighi sanciti ai sensi dei *Finance Documents*.

Ai sensi della Clausola 24.1 (*Guarantee and indemnity*) il *Guarantor* si impegna – per tutta la durata del *Facility Agreement* – a pagare, in luogo dell'*Obligor* rivelatosi inadempiente, ogni somma divenuta esigibile ai sensi dei, o in relazione ai, *Finance Documents*.

²⁰⁸ Tra le iniziative contemplate dal *Facility Agreement* è espressamente menzionata (a titolo puramente esemplificativo) anche la possibilità per le *Finance Parties* di cedere il contratto di finanziamento

Tale garanzia viene in considerazione come una forma di garanzia autonoma²⁰⁹, dal momento che il *Guarantor* è tenuto ad adempiere i propri obblighi di garanzia su semplice richiesta delle *Finance Parties* e senza la possibilità di opporre eccezioni²¹⁰. A conferma di ciò, si noti pure che la Clausola 24.6 (*Immediate recourse*) non attribuisce al *Guarantor* il beneficio di previa escussione del *Borrower*.

In tema di garanzie, è di importanza fondamentale la Clausola 24.5 (*Guarantor Intent*), ai sensi della quale il *Guarantor* acconsente espressamente a che la garanzia personale da esso concessa sia volta a coprire l'intero ammontare della *Facility*, quale risultante in qualsiasi momento, anche se incrementato per motivi legati all'operazione di *Acquisition*. In questo modo, i soggetti finanziatori perseguono l'obiettivo di poter beneficiare della *Guarantee* anche qualora vi sia una variazione in aumento dell'ammontare della linea di credito concessa al *Borrower*, riducendo così al minimo il rischio di insolvenza di quest'ultimo.

Fino a quando le somme dovute dagli *Obligors* ai sensi dei, o in connessione ai, *Finance Documents* non siano irrevocabilmente ed integralmente pagate (e salvo diversa istruzione dell'*Agent*) nessun *Guarantor* può esercitare il diritto di essere indennizzato da un *Obligor*, chiedere ad altro garante di un *Obligor* di adempiere in solido con lui nei

²⁰⁹ Al contrario della fideiussione (artt. 1936 e ss. c.c.) che si caratterizza per il vincolo di accessorietà all'obbligazione principale, la garanzia autonoma viene in considerazione come una forma di garanzia personale che vincola il garante indipendentemente dalle vicende relative al rapporto obbligatorio principale. Il garante, infatti, nell'assumere l'obbligazione di garanzia, rinuncia a far valere qualsivoglia eccezione fondata sul rapporto obbligatorio principale. In virtù delle caratteristiche della garanzia autonoma, il beneficiario di essa persegue l'obiettivo di trasferire sul garante il rischio del mancato raggiungimento di un risultato economico, obbligando il garante stesso all'esecuzione della prestazione di garanzia, avente carattere indennitario.

²¹⁰ Resta chiaramente opponibile in ogni caso l'*exceptio doli generalis*, la quale è sempre «invocabile quando l'altrui pretesa (o eccezione) si manifesti, in quanto contraria ai principi della buona fede e della correttezza, come doloso esercizio di un diritto» (tratto da F. GALGANO, *Il contratto*, Padova, 2011, p. 600).

confronti delle *Finance Parties*, oppure intraprendere azioni legali volte ad ottenere dall'*Obligor* il pagamento di una somma o l'adempimento di un'obbligazione, in relazione alle quali il *Guarantor* abbia prestato apposita garanzia, oppure ancora agire come creditore nei confronti dell'*Obligor*.

3.8 Sezione VIII – Dichiarazioni, impegni e ipotesi di inadempimento contrattuale

La *Section VIII* costituisce indubbiamente una delle più importanti dell'intero regolamento contrattuale: essa, infatti, contiene le clausole che definiscono, da un lato, le dichiarazioni e gli impegni che il *Borrower* e la *Parent* assumono nei confronti delle *Finance Parties* ai fini della concessione del finanziamento, e dall'altro le fattispecie che vengono qualificate come inadempimento contrattuale.

Nella prassi di mercato, uno degli obiettivi perseguiti dai soggetti finanziatori è quello di obbligare contrattualmente i propri debitori a rendere apposite dichiarazioni su cui fare legittimo affidamento. In questo modo, i finanziatori si tutelano da qualsiasi forma di responsabilità che possa derivare da una falsa dichiarazione resa dai soggetti finanziati. Peraltro, la tendenza è quella di includere nel contratto dichiarazioni ed impegni che siano estremamente stringenti nei confronti dei mutuatari, i quali invece cercano di negoziare al fine di limitare il più possibile la portata di tali vincoli, dato che essi possono talvolta costituire un vero e proprio ostacolo allo svolgimento dell'attività sociale.

Delicato è anche l'aspetto relativo agli *Events of Default*, cioè i casi di inadempimento contrattuale. In questo caso, le maggiori complicazioni a livello di trattative riguardano l'estensione temporale dei *grace periods* applicabili alle singole fattispecie di inadempimento, nonché la definizione di ipotesi di inadempimento non *standard*, elaborate in considerazione delle caratteristiche particolari e specifiche della singola operazione o in base alla legge regolatrice del *Facility Agreement*.

In tema di dichiarazioni (*representations*), la Clausola 25 del *Facility Agreement* stabilisce le dichiarazioni che vengono rese dagli *Obligors* a beneficio dei *Lenders*, ai fini della stipulazione del contratto.

Le dichiarazioni contemplate dal modello contrattuale della *Loan Market Association* possono suddividersi in tre tipologie: *representations* relative allo *status* sociale degli *Obligors* e alla loro solidità patrimoniale; *representations* concernenti i *Transaction Documents*; e infine *representations* di varia natura, riguardanti, ad esempio, l'assenza di ipotesi di inadempimento contrattuale e la legge regolatrice del contratto.

Nella prima categoria, rientra anzitutto la Clausola 25.2 (*Status*), ai sensi della quale ogni *Obligor* dichiara di essere una società regolarmente costituita e validamente esistente ai sensi della giurisdizione di costituzione, nonché di poter disporre delle proprie risorse e di avere il diritto e la capacità di svolgere la propria attività sociale.

La Clausola 25.5 (*Power and authority*), invece, contiene la dichiarazione degli *Obligors* di avere il diritto e l'autorizzazione di sottoscrivere ed eseguire ciascun *Transaction Document* di cui siano o saranno parte.

In tema di solidità patrimoniale, il modello LMA prevede la dichiarazione da parte degli *Obligors* di non essere soggetti ad alcuna procedura concorsuale (Clausola 25.8 (*Insolvency*)) e che nei loro confronti non sono pendenti procedimenti giudiziari o arbitrali e non sono stati adottati provvedimenti giudiziari, sanzioni governative, ordinanze o provvedimenti analoghi aventi un *Material Adverse Effect* (Clausola 25.14 (*No proceedings*)).

Le *representations* in tema di *Transaction Documents* obbligano gli *Obligors* a dichiarare la validità e l'efficacia dei medesimi²¹¹, che la loro sottoscrizione non comporta violazione di leggi, regolamenti, disposizioni statutarie o altri contratti²¹², e che sono state ottenute (e sono pienamente

²¹¹ Clausola 25.3 (*Binding Obligations*).

²¹² Clausola 25.4 (*Non-conflict with other obligations*).

valide) le autorizzazioni necessarie per sottoscrivere ed eseguire i *Transaction Documents*²¹³.

Tra le altre *representations* si segnalano infine quelle contemplate dalle Clausole 25.7 (*Governing law and enforcement*)²¹⁴, 25.11 (*No default*)²¹⁵, 25.13 (*Financial Statements*)²¹⁶ e 25.18 (*Anti-corruption law*)²¹⁷.

Nell'ambito delle *representations* si opera una *summa divisio* tra le *non-repeating representations* e le *repeating representations*.

Per quanto concerne le prime, si tratta di dichiarazioni che gli *Obligors* sono tenuti a rendere una sola volta nell'arco della vita del contratto di finanziamento. Le *non-repeating representations* valgono, infatti, generalmente come condizioni sospensive alla sottoscrizione del *Facility Agreement* o all'erogazione del primo *Loan*.

Le *repeating representations*, invece, si caratterizzano per il fatto di essere dichiarazioni vincolanti per gli *Obligors* per l'intera durata del finanziamento.

Come si dirà *infra*, la falsità delle *representations* (sia *repeating* che *non-repeating*) costituisce, al contempo, un'ipotesi di *drawstop* e di *Event of Default*. Il *drawstop*, in particolare, determina l'impossibilità per il *Borrower* di chiedere l'erogazione di nuovi *Loans*. Invece, l'*Event of*

²¹³ Clausola 25.6 (*Validity and admissibility in evidence*).

²¹⁴ Gli *Obligors* dichiarano che la scelta della legge regolatrice dei *Finance Documents* sarà riconosciuta nella propria giurisdizione di costituzione e che in essa saranno applicabili le sentenze ottenute nella giurisdizione eletta dalle parti nel contratto.

²¹⁵ Gli *Obligors* dichiarano che nessun *Event of Default* o (nel giorno della sottoscrizione del *Facility Agreement* o della *Closing Date*) *Default* è in atto o è se ne prevede ragionevolmente il verificarsi in conseguenza di una *Utilisation* o della sottoscrizione o esecuzione dei *Transaction Documents*.

²¹⁶ Ogni *Obligor* dichiara che i propri bilanci d'esercizio sono stati preparati in ossequio ai principi contabili generalmente applicati, e che i bilanci revisionati rappresentano equamente la propria situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale.

²¹⁷ Gli *Obligors* dichiarano che lo svolgimento della propria attività sociale è condotto in ossequio alle previsioni sancite dalle norme in materia di corruzione, e che sono state adottate apposite procedure e linee di condotta che promuovano la lotta alla corruzione.

Default, come spiegato, costituisce un caso di inadempimento contrattuale che legittima i *Lenders* a dichiarare la decadenza dal termine del *Borrower*. Discende, pertanto, che in caso di false *representations*, l'effetto immediato e automatico è l'impossibilità per il mutuatario di chiedere nuove erogazioni della *Facility*; solo e soltanto se i *Lenders* decideranno poi di attivare la Clausola 29.20 (*Acceleration*), si avrà allora l'ulteriore conseguenza di rendere immediatamente esigibili tutte le somme dovute dal *Borrower*.

Vale la pena notare che il verificarsi di un *drawstop* non produce alcun effetto sul piano di ammortamento del finanziamento, e pertanto non determina in capo al *Borrower* l'obbligo di rimborsare anticipatamente i *Loans* già erogati.

La Clausola 26 (*Information Undertakings*) tratta invece degli obblighi informativi che gli *Obligors* sono tenuti ad adempiere ai sensi del contratto di finanziamento.

Tra i più rilevanti obblighi informativi si segnalano quelli relativi ai bilanci d'esercizio della *Parent*. In particolare, ai sensi della Clausola 26.1 (*Financial Statements*), la *Parent* deve fornire – prontamente, non appena possibile – all'*Agent* (in copie sufficienti per tutti i *Lenders*) i propri bilanci consolidati e verificati dai revisori contabili, nonché quelli di ciascun *Obligor*.

Analogamente, gli obblighi informativi riguardano anche i *Compliance Certificates*, ossia quelle certificazioni che attestano il rispetto dei *financial covenants* da parte della *Parent*. Si richiede che i *Compliance Certificates* siano sottoscritti da almeno due amministratori della *Parent*: questa è chiaramente una disposizione avente come finalità ultima quella di individuare i soggetti responsabili del contenuto delle certificazioni.

I bilanci d'esercizio devono essere accompagnati da una relazione degli amministratori, in cui siano commentati i risultati ottenuti dal *Group* nel corso dell'anno finanziario cui si fa riferimento ed ogni sviluppo o proposta che riguardi l'area di competenza del *Group*.

Se l'*Agent* intende discutere la situazione finanziaria di qualsiasi membro del *Group*, esso deve mandare una notifica alla *Parent* contenente i quesiti o le questioni che si richiede siano oggetto di discussione.

Gli obblighi informativi non riguardano tuttavia solo i dati patrimoniali, ma anche altre circostanze. A titolo esemplificativo, il contratto LMA prevede che la *Parent* debba consegnare all'*Agent* copia di ogni documento inviato ai propri creditori (o classe di creditori) e i dettagli di ogni procedimento civile, amministrativo o arbitrale pendente nei suoi confronti.

Ancora, la Clausola 26.9 (*Notification of default*) stabilisce che gli *Obligors* debbano prontamente informare l'*Agent* di ogni *Default* (nonché di qualsiasi iniziativa volta a porvi rimedio) nel momento stesso in cui ne vengano a conoscenza (a meno che altro *Obligor* non abbia già provveduto alla notifica).

Nel momento stesso in cui ne faccia richiesta l'*Agent*, la *Parent* è tenuta a trasmettergli una certificazione (sottoscritta da due amministratori) che attesti che nessun *Default* è in atto ovvero, se vi è un *Default* in atto, che ne spieghi la natura e descriva le iniziative adottate per porvi rimedio.

La Clausola 27 (*Financial Covenants*) è volta a disciplinare nello specifico i *financial covenants*, ossia i vincoli di natura finanziaria posti a carico della *Parent* e delle altre società del *Group*. Il fine dell'imposizione dei vincoli finanziari è quello di tutelare i soggetti finanziatori dai danni che potrebbero derivare da una gestione eccessivamente rischiosa da parte del mutuatario dei finanziamenti concessi in suo favore.

È indubbio che i *financial covenants* costituiscano per la *Parent* una forte limitazione della propria discrezionalità circa lo svolgimento delle attività sociali, tuttavia tale ingerenza da parte dei finanziatori è un elemento imprescindibile ai fini della concessione del finanziamento.

Nel dettaglio, il modello LMA riporta all'interno della Clausola 27.2 (*Financial condition*) tutti i vincoli finanziari in

capo alla *Parent*, prevedendo che le diverse tipologie di esposizione debitoria di quest'ultima debbano soddisfare un determinato livello di indebitamento, espresso attraverso una proporzione (in inglese “*ratio*”) che le parti devono concordare tra loro e riportare nel *Facility Agreement*. I vincoli finanziari sono i seguenti:

1. *Cashflow Cover* – Il *Cashflow Cover* esprime il rapporto tra il *Cashflow*²¹⁸ e il *Debt Service*²¹⁹ durante il *Relevant Period*;
2. *Senior Interest Cover* – Il *Senior Interest Cover* indica il rapporto tra l'EBITDA²²⁰ e i *Senior Finance Charges*²²¹ durante il *Relevant Period*;
3. *Interest Cover* – l'*Interest Cover* è il vincolo finanziario che esprime il rapporto tra l'EBITDA e i *Finance Charges* durante il *Relevant Period*;
4. *Senior Leverage*: esprime il rapporto tra l'EBITDA e il *Senior Total Debt*²²² durante il *Relevant Period*;
5. *Leverage*: esprime il rapporto tra l'EBITDA e il *Total Debt*²²³ durante il *Relevant Period*;

²¹⁸ Il *Cashflow* corrisponde al valore dell'EBITDA dopo che siano compiute, tra l'altro, le seguenti operazioni di calcolo: i) l'aggiunta di ogni riduzione (o la detrazione di ogni incremento) del capitale circolante; ii) l'aggiunta di ogni ricavo di cassa (e la detrazione di ogni pagamento di cassa); iii) l'aggiunta di ogni ricavo di cassa dovuto a una riduzione fiscale o credito d'imposta, e la detrazione di ogni importo effettivamente pagato o dovuto e pagabile a titolo d'imposta.

²¹⁹ Il *Debt Service* si ottiene dalla somma tra i *Finance Charges* (risultanti dalla sommatoria di ogni interesse, commissione, onere, sconto, premio o altri pagamenti finanziari ai sensi del contratto del finanziamento) e ogni rata di rimborso dovuta.

²²⁰ L'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) – in italiano, Margine Operativo Lordo (MOL) – è un indicatore di redditività che evidenzia il reddito di un'azienda basato esclusivamente sulla gestione operativa, senza considerare gli interessi, le imposte, il deprezzamento di beni e gli ammortamenti.

²²¹ Quando ai fini dell'operazione di LBO siano concesse al *Borrower* due linee di credito, di cui una *Senior* ed una *Mezzanine*, per calcolare i *Senior Finance Charges* bisogna detrarre dall'importo dei *Finance Charges* tutte le somme relative alla *mezzanine facility*.

²²² Quando ai fini dell'operazione di LBO siano concesse al *Borrower* due linee di credito, di cui una *Senior* ed una *Mezzanine*, per calcolare il *Senior Total Debt* bisogna detrarre dall'importo complessivo di tutte le obbligazioni in capo alle imprese facenti parti del *Group* (tranne le obbligazioni infragruppo) tutte le somme relative alla *mezzanine facility*.

6. *Capital Expenditure* (c.d. “*Capex*”): le spese di capitale complessive del *Group* non devono superare l’ammontare previsto nel contratto di finanziamento. Le parti possono prevedere che se nel corso del primo anno finanziario l’ammontare complessivo del *Capex* è inferiore al massimale previsto, allora è possibile incrementare l’ammontare massimo relativo al secondo anno finanziario in misura pari alla differenza tra il *Capex* dell’anno precedente e il relativo massimale.

La Clausola 28 (*General Undertakings*) riguarda invece gli ulteriori impegni assunti dagli *Obligors*, non di natura finanziaria. Come nel caso delle *representations*, anche con riferimento agli *undertakings* è possibile procedere con suddivisioni dei vari impegni contrattuali per categorie unitarie.

La prima categoria fa riferimento agli impegni assunti dagli *Obligors* al fine di garantire l’adempimento degli obblighi sanciti per legge.

A questo proposito, la Clausola 28.2 (*Compliance with laws*) sancisce che ogni *Obligor* deve (e la *Parent* deve impegnarsi affinché lo faccia anche ogni membro del *Group*) conformarsi ad ogni legge cui possa esser soggetto, quando in caso contrario potrebbe verificarsi un *Material Adverse Effect*.

In materia di corruzione, invece, gli *Obligors* si assumo l’impegno, ai sensi della Clausola 28.5 (*Anti-corruption law*), di utilizzare i *Loans* in conformità alle disposizioni del *Bribery Act 2010*²²⁴, del *Foreign Corrupt Practices Act 1977*²²⁵ o altra

²²³ Il *Total Debt* indica il complesso di tutte le obbligazioni in capo alle imprese facenti parti del *Group* (tranne le obbligazioni infragruppo), incluso ogni ammontare relativo alla *mezzanine facility*, se prevista.

²²⁴ Il *Bribery Act 2010* è un atto del Parlamento inglese volto a disciplinare il reato di *bribery*, cioè le pratiche di corruzione e di abuso di ufficio. La disciplina del *Bribery Act 2010* è una delle più severe in tema di corruzione ed ha costituito il modello di riferimento per l’adozione di analoghe leggi in altri ordinamento giuridici.

²²⁵ Il *Foreign Corrupt Practices Act 1977* è una legge federale statunitense che sancisce l’illiceità delle pratiche di corruzione dei pubblici ufficiali ad opera di società e persone fisiche.

analoga legislazione applicabile in altre giurisdizioni²²⁶. Ancora, ogni *Obligor* deve (e la *Parent* si impegna affinché lo faccia anche ogni membro del *Group*) svolgere la propria attività sociale nel rispetto di ogni legge applicabile sulla lotta alla corruzione, ed attivare procedure e politiche volte alla promozione e al rispetto delle leggi sulla lotta alla corruzione.

Essendo il contratto LMA in esame predisposto in funzione di un'operazione di *leveraged financing*, non stupisce che i redattori abbiano incluso un *undertaking* in capo agli *Obligors* concernente specificatamente il divieto di *financial assistance*. La Clausola 28.33 (*Financial Assistance*), infatti, prevede che ogni *Obligor* debba (e la *Parent* debba impegnarsi affinché lo faccia ogni altro membro del *Group*) rispettare a tutti gli effetti le *Sections* 678 e 679 del *Companies Act* 2006²²⁷ ed ogni altra legge analoga applicabile in altre giurisdizioni, sia per quanto riguarda l'esecuzione dei contratti di garanzia connessi all'operazione di acquisizione, sia rispetto ad ogni pagamento dovuto ai sensi del *Facility Agreement*.

Numerosi sono poi gli impegni (*undertakings*) posti in capo agli *Obligors* in relazione alle modalità di svolgimento dell'attività sociale. Tra questi, si menziona anzitutto la Clausola 28.8 (*Change of Business*), che impedisce la realizzazione di cambiamenti sostanziali alla natura dell'attività sociale della *Parent* e degli altri *Obligors*.

Funzionale a questo risultato è anche l'*undertaking* di cui alla Clausola 28.9 (*Preservation of assets*), in forza del quale gli *Obligors* sono tenuti a preservare e mantenere in stato di buon funzionamento tutti i propri *assets*, necessari ai fini dello svolgimento della propria attività sociale.

Parimenti, la Clausola 28.17 (*Disposals*) vincola la *Parent* e gli *Obligors* a non realizzare alcuna operazione che

²²⁶ Ad esempio, qualora il mutuatario sia un soggetto di diritto italiano, si farà riferimento al d. lgs. 8 giugno 2001, n. 231, che sarà oggetto di specifica trattazione nel successivo paragrafo 4 del presente capitolo.

²²⁷ Per il contenuto di tali norme, si rimanda alla nota 38.

abbia l'effetto di alienare, concedere in locazione, o disporre in altra maniera dei propri *assets*.

Per quanto concerne invece l'eventualità che la *Parent* decida di compiere un'operazione societaria straordinaria, si noti che tale possibilità le è preclusa, in virtù della Clausola 28.7 (*Merger*), che sancisce l'impegno degli *Obligors* di non effettuare alcuna operazione di fusione, trasformazione o scissione²²⁸.

Tra gli *undertakings* di altra natura, si segnalano in particolare la Clausola 28.14 (*Pari passu ranking*) – ai sensi della quale gli *Obligors* devono garantire che i crediti privi di garanzia reale di cui siano titolari in ogni momento le *Finance Parties* non siano postergati rispetto ai crediti vantati da altri creditori chirografari degli stessi *Obligors* – e la Clausola 28.32 (*Amendments*) – la quale impedisce agli *Obligors* di modificare, integrare, rinunciare o risolvere alcuno dei *Transaction Documents*, nonché di stipulare con la *Parent* un nuovo contratto (a meno che il suddetto contratto non soddisfi taluni requisiti²²⁹).

Merita una menzione specifica la Clausola 28.16 (*Negative pledge*), la quale prevede che nessun *Obligor* possa (e la *Parent* debba impegnarsi affinché non lo faccia nessun membro del *Group*) concedere una garanzia reale sui propri *assets*, né alienare o disporre dei propri *assets* in modo che gli stessi siano concessi in locazione o riacquistati da parte di altro *Obligor*, oppure cedere in garanzia *pro solvendo* i propri crediti, quando ciò determini il sorgere di una *Financial Indebtedness*.

²²⁸ Quando l'operazione di acquisizione avvenga nel contesto di un *merger leveraged buy-out*, le parti possono scegliere di non includere nel contratto di finanziamento tale clausola, oppure, in alternativa, escludere che tale clausola trovi applicazione rispetto alle operazioni di fusione che vedano coinvolte la società *newco* (*Borrower*) e la società *target*.

²²⁹ La Clausola 28.32 (*Amendments*) impone che il nuovo contratto sia stipulato in forma scritta, abbia contenuto conforme all'*Intercreditor Agreement* e alla Clausola 42 (*Amendments and Waivers*) del *Facility Agreement* e, infine, sia stato approvato col consenso scritto unanime degli *Original Lenders* (tale condizione si applica però solo quando il nuovo contratto sia anteriore alla *Closing Date*).

In ragione del suo contenuto fortemente limitativo della propria autonomia negoziale, nella prassi contrattuale spesso accade che il *Borrower* si dimostri poco incline e particolarmente restio ad accettare di assumere l'impegno di *negative pledge*. Una valida alternativa può essere l'inclusione di una clausola di “*most favoured Lenders*”, ai sensi della quale gli *Obligors* assumono l'impegno di non stipulare altro contratto di finanziamento con parti diverse, che attribuisca ai relativi finanziatori condizioni contrattuali più favorevoli rispetto a quelle concesse ai *Lenders* ai sensi del *Facility Agreement* (ivi inclusa la questione della concessione di garanzie).

La Clausola 29 (*Events of Default*) contiene l'elencazione degli eventi o circostanze che, secondo la *Loan Market Association*, devono essere qualificati come un inadempimento contrattuale (*Default* o, secondo il caso, *Event of Default*²³⁰). Si riportano di seguito le fattispecie più rilevanti:

1. Clausola 29.1 (*Non-payment*): tale *Default* si verifica allorquando un *Obligor* non adempie esattamente e nei termini agli obblighi di pagamento sanciti ai sensi dei *Finance Documents*, salvo che l'inadempimento (o inesatto adempimento) sia dovuto ad un errore di natura tecnica o amministrativa ovvero al verificarsi di un *Disruption Event*, purché il pagamento sia ultimamente eseguito entro il periodo di grazia concordato tra le parti.
2. Clausola 29.2 (*Financial covenants and other obligations*): si ha un *Default* se un *Obligor* commette una violazione delle disposizioni contrattuali sancite dalle Clausole 26 (*Information Undertakings*), 27 (*Financial covenants*), e 28 (*General Undertakings*).

²³⁰ Come spiegato in precedenza, quando si verifica un *Default*, inizia a decorrere un *grace period* (se previsto), entro il quale il *Borrower* o la *Parent* sono tenute a porre rimedio all'inadempimento verificatosi. L'inutile decorso del *grace period* determina il consolidamento del *Default* in un *Event of Default* (EoD): tale effetto legittima i *Lenders* ad attivare la Clausola 29.20 (*Acceleration*), al fine di dichiarare la decadenza dal beneficio del termine del *Borrower*.

3. Clausola 29.3 (*Other obligations*): costituisce un *Default* la circostanza che un *Obligor* abbia violato qualsiasi disposizione dei *Finance Documents* (tranne per i casi di cui alle Clausole 29.1 (*Non payment*) e 29.2 (*Financial covenants and other obligations*), salvo che alla suddetta violazione sia posto rimedio entro il termine appositamente concordato tra le parti, che in ogni caso inizia a decorrere dalla prima tra le seguenti date, ossia dalla data in cui l'*Agent* informa la *Parent* o l'*Obligor* interessato, oppure dalla data in cui la *Parent* o l'*Obligor* vengono a conoscenza della violazione.
4. Clausola 29.4 (*Misrepresentantion*): la circostanza che una *representantion* (che sia *repeating* o meno) resa dagli *Obligors* ai sensi dei *Finance Documents* sia falsa o fosse falsa al tempo in cui è stata dichiarata, costituisce un *Event of Default*²³¹.
5. Clausola 29.5 (*Cross default*): tale clausola ha la finalità di consentire ai *Lenders* di chiamare un *Event of Default* (e quindi di dichiarare la decadenza dal termine per il *Borrower*) laddove si sia verificato un *Default* del *Borrower* su un'altra esposizione debitoria dello stesso nei confronti di soggetti diversi (ad esempio quando una *Financial Indebtedness* di un membro del *Group* non sia pagata entro il termine previsto o entro il relativo periodo di grazia, oppure quando tale *Financial Indebtedness*, a causa del verificarsi di un *event of default*, sia dichiarata immediatamente liquida ed esigibile prima della relativa scadenza). Tuttavia, non si verifica alcun EoD ai sensi del *Facility Agreement* se l'importo della *Financial*

²³¹ Come spiegato in precedenza, la veridicità e la correttezza delle *repeating representations* costituiscono una *further condition* a tutte le erogazioni successive alla prima. D'altra parte, tra le *further conditions* vi è anche il mancato verificarsi di un *Default*: ne consegue che le citate disposizioni del contratto della *Loan Market Association* mostrano una certa ripetitività, poiché la Clausola 29.4 considera la falsità delle *representantions* come una fattispecie di *Default*. Al netto di quanto precede, il contratto LMA si articola come segue: qualora venga meno una delle *repeating representations*, si ha un *Event of Default*, il quale esonera i *Lenders* dall'obbligo di dar seguito alle *Utilisation Requests* del *Borrower* per venir meno di una delle *further conditions* all'uopo sancite.

Indebtedness di cui si tratta non supera un determinato ammontare appositamente stabilito dalle parti.

6. Clausola 29.6 (*Insolvency*): la clausola in esame prevede che costituisca un EoD il fatto che un membro del *Group* non sia in grado (o dichiararsi di non essere in grado) di pagare i propri debiti alla relativa scadenza, sia considerato o dichiarato insolvente per legge, sospenda (o minacci di sospendere) il pagamento dei propri debiti (in tutto o in parte), inizi negoziati con i propri creditori (escluse le *Finance Parties* in tale qualità) per riscadenzare il proprio indebitamento. L'*Event of Default* è integrato anche quando sia dichiarata una moratoria rispetto all'indebitamento di un membro del *Group* – la fine del periodo di moratoria non costituisce rimedio all'*Event of Default* verificatosi.
7. Clausola 29.7 (*Insolvency proceedings*): costituisce un EoD ogni iniziativa (incluse azioni sociali e procedimenti legali) consistente nella sospensione dei pagamenti, nella moratoria dell'indebitamento, nella liquidazione o nella riorganizzazione societaria di un membro del *Group*, oppure ancora nella stipulazione di un piano concordatario o nell'escussione di garanzie reali concesse su *assets* di un membro del *Group*.
8. Clausola 29.8 (*Creditors' process*): si ha un *Event of Default* in caso di espropriazione, sequestro o altro procedimento analogo, che abbia ad oggetto gli *assets* di un membro del *Group*. Le parti possono concordare di prevedere che non si abbia l'EoD se gli *assets* colpiti non superano un determinato valore e se vengono liberati entro un apposito termine da stabilire.
9. Clausola 29.9 (*Unlawfulness and invalidity*): si verifica un EoD se è (o diventa) illecito per un *Obligor* adempiere le proprie obbligazioni ai sensi dei *Finance Document*, oppure se una o più delle obbligazioni degli *Obligors* non sono (o cessano) di essere lecite, valide, vincolanti o esecutive e ciò (singolarmente o nel complesso) ha un

effetto materialmente pregiudizievole per gli interessi dei *Lenders* ai sensi dei *Finance Documents*. In aggiunta, l'*Event of Default* è integrato anche se uno dei *Finance Documents* cessa di essere valido ed efficace.

10. Clausola 29.11 (*Cessation of business*): tale *Event of Default* ricorre quando un membro del *Group* sospende o cessa di svolgere (o minaccia di sospendere o cessare di svolgere), in tutto o in parte, la propria attività sociale (resta inteso che le parti possono convenire di escludere tale effetto quando si tratti di una *Permitted Disposal* o *Permitted Transaction*).
11. Clausola 29.12 (*Change of ownership*): si ha un EoD se, dopo la *Closing Date*, un *Obligor* cessa di essere una società controllata della *Parent*.
12. Clausola 29.17 (*Litigation*): si verifica un EoD se sono iniziati o minacciati – in relazione ai *Transaction Documents* o contro un membro del *Group* (o i suoi *assets*) – un procedimento civile, un arbitrato, investigazioni amministrative, governative o di altro ente regolatore, oppure se una sentenza o un'ordinanza di un tribunale o di un collegio arbitrale o una sanzione governativa o di altro ente regolatore è adottata ed abbia o possa ragionevolmente avere un *Material Adverse Effect*.
13. Clausola 29.19 (*Material adverse change*): si ha un EoD quando si verifica un evento o una circostanza che secondo i *Majority Lenders* abbia o possa ragionevolmente avere un *Material Adverse Effect*.

Gli effetti del verificarsi di un *Event of Default* sono sanciti e disciplinati dalla Clausola 29.20 (*Acceleration*), e in via preliminare si può affermare che corrispondono a quanto previsto dall'art. 1186 c.c.²³² in tema di decadenza dal

²³² Art. 1186 c.c. (*Decadenza dal termine*): «Quantunque il termine sia stabilito a favore del debitore, il creditore può esigere immediatamente la prestazione se il debitore è divenuto insolvente o ha diminuito, per fatto proprio, le garanzie che aveva date o non ha dato le garanzie che aveva promesse». Come previsto dalla norma, pertanto, il creditore può esigere immediatamente la prestazione dell'obbligazione, ancorché il termine per l'adempimento sia stato fissato nell'interesse del debitore, in tre ipotesi

beneficio del termine. Infatti, nel momento in cui si ha un EoD, l'*Agent* può (e vi è vincolato se così istruito dai *Majority Lenders*), inviare alla *Parent* una notifica al fine di informarla che:

1. Il *Total Commitment* è immediatamente cancellato;
2. Le *Utilisations* erogate (unitamente agli interessi e agli altri importo maturati e dovuti ai sensi dei *Finance Documents*) sono immediatamente esigibili e pagabili a prima richiesta dell'*Agent* (su istruzione dei *Majority Lenders*).

3.9 Sezione IX – Modificazioni soggettive del contratto

La *Section IX* contiene la disciplina contrattuale delle ipotesi di modificazioni soggettive del contratto. Dal lato attivo del rapporto contrattuale, assumono rilevanza le ipotesi di cessione del credito e cessione del contratto ad opera degli *Original Lenders*. Invece, per quanto riguarda i debitori, le uniche modifiche soggettive ammesse sono quelle riguardanti l'aggiunta di nuovi debitori accanto agli *Obligors* originari.

Prima di analizzare nel dettaglio il contenuto della Clausola 30 (*Changes to the Lenders*) in merito alle ipotesi di modificazioni nel lato attivo del rapporto contrattuale, è opportuno premettere che il contratto *standard* licenziato dalla *Loan Market Association* (il quale è retto dal diritto inglese) non prospetta la distinzione tra cessione del credito e cessione del contratto²³³.

tassative e precisamente: se il debitore è diventato insolvente; se ha diminuito, per fatto proprio, le garanzie che aveva date; se, per fatto proprio, non ha dato le garanzie che aveva promesso. Ai fini della decadenza dal beneficio del termine, occorre un'apposita manifestazione di volontà del creditore, e cioè un'espressa richiesta di pagamento immediato. Tale richiesta viene in considerazione come un atto unilaterale recettizio (e diventa quindi efficace quando il debitore ne perviene a conoscenza).

²³³ Peraltro, autorevole dottrina afferma che «molte clausole non distinguono espressamente fra la cessione di crediti ed il trasferimento del contratto e trattano entrambi i fenomeni nello stesso modo», per questo si ritiene opportuno che «i redattori di contratti [debbano] indicare in modo chiaro se la clausola di cessione copra o meno anche la cessione di diritti oltre al trasferimento del contratto» (tratto da P. DE LY, M. FONTAINE, *La redazione dei contratti internazionali. A partire dall'analisi*

La Clausola 30, infatti, disciplina due diverse forme di cessione del contratto, che sono, rispettivamente, l'*assignment* e il *transfer*. La distinzione risiede nel fatto che solo nel *transfer* la cessione del contratto ha un effetto novativo soggettivo, in forza del quale l'obbligazione originaria si estingue e ne se crea al contempo una nuova avente come soggetto attivo il nuovo *Lender* cessionario.

Resta comunque inteso che sia l'*assignment* che il *transfer* comportano la cessione e il trasferimento tanto dei diritti quanto degli obblighi sanciti ai sensi del *Facility Agreement* e degli altri *Finance Documents*.

Il contratto LMA prevede anzitutto che l'*assignment* e il *transfer* possano essere realizzati solo nei confronti di un terzo cessionario che sia una banca, un istituto finanziario, un *trust*, un fondo o altra entità la cui attività sociale sia l'acquisto di, o l'investimento in, prestiti, garanzie o risorse finanziarie.

Il modello LMA prevede poi una duplice opzione per quanto riguarda la posizione della *Parent*.

Secondo la prima impostazione, la Clausola 30.2 può essere stilata in modo che, ai fini della validità ed efficacia dell'*assignment* o del *transfer*, il *Lender* cedente debba preventivamente procedere alla consultazione della *Parent* (indicando un termine massimo di consultazione), salvo che la cessione del contratto avvenga o in favore di un altro *Lender*, di un *Affiliate* o di un fondo collegato al *Lender* cedente, o in pendenza di un *Event of Default*.

La seconda opzione prospettata dalla LMA, invece, prevede che l'*assignment* e il *transfer* possano validamente ed efficacemente eseguirsi solo se il *Lender* cedente abbia preventivamente ottenuto il consenso della *Parent*. Circa l'elemento del consenso, si noti che esso non è richiesto

delle clausole, a cura di R. M. Morresi, Milano, 2008, p. 697-698). Nel caso del modello LMA, viene prospettata la distinzione tra "*assignment*" e "*transfer by novation*": in entrambi i casi ricorre un'ipotesi di cessione del contratto, con la differenza che nel *transfer* si ha una forma di novazione soggettiva attiva, la quale determina l'estinzione dell'obbligazione originaria e il sorgere di una nuova obbligazione avente come soggetto attivo il nuovo *Lender* cessionario.

quando ricorrono le fattispecie di esenzione sopra descritte. Sarà inoltre opportuno inserire nel contratto la previsione che la *Parent* non possa senza giustificato motivo negare o ritardare il suo consenso. A questo proposito, i soggetti finanziatori possono cautelarsi inserendo nel contratto un meccanismo di silenzio assenso, in base al quale, se la *Parent* non si pronuncia entro cinque giorni lavorativi dalla richiesta, il suo consenso ai fini della cessione del contratto sarà presunto.

Per quanto riguarda la procedura dell'*assignment*, la Clausola 30.7 (*Procedure for assignment*) stabilisce che il cedente e il cessionario debbano stipulare un accordo di cessione del contratto nella forma prevista all'Allegato 6 del *Facility Agreement (Form of Assignment Agreement)*. Successivamente alla sottoscrizione dell'accordo di cessione, le relative parti devono trasmettere l'*Assignment Agreement* debitamente compilato all'*Agent*, il quale (previo espletamento della procedura di censimento “*know your customer - KYC*²³⁴” o altra procedura simile) vi apporrà la propria sottoscrizione in modo da rendere la cessione efficace a tutti gli effetti.

In forza dell'*Assignment Agreement*, il *Lender* cedente trasferisce in capo al cessionario i propri diritti e le proprie obbligazioni ai sensi dei *Finance Documents*, e il cessionario diviene così parte del *Facility Agreement* in qualità di *Lender*.

La Clausola 30.3 (*Other conditions of assignment or transfer*), fissa poi ulteriori condizioni ai fini dell'efficacia dell'*assignment*, richiedendosi in particolare che l'*Agent* abbia ricevuto una conferma scritta del *Lender* cessionario (in cui quest'ultimo afferma di assumere gli stessi obblighi delle altre *Finance Parties*, come se fosse stato un *Original Lender*) e che il *Lender* cessionario abbia validamente sottoscritto la documentazione richiesta affinché diventi anche parte dell'*Intercreditor Agreement*. Ulteriore requisito è

²³⁴ Si tratta di apposite procedure di cui si dotano le banche e gli istituti finanziari al fine di conoscere i propri clienti. La finalità ultime delle procedure di KYC è quella di prevenire possibili ipotesi di furti di identità, riciclaggio di denaro, frodi finanziarie e attività terroristiche.

l'espletamento ad opera dell'*Agent* delle formalità relative alle procedure di “*know your customer- KYC*” (o procedure analoghe).

In relazione invece alla procedura per la cessione del contratto nella forma di *transfer*, ai sensi della Clausola 30.6 (*Procedure for transfer*) l'efficacia della cessione è subordinata alla sottoscrizione, da parte dell'*Agent*, del *Transfer Certificate* (nella forma di cui all'Allegato 5 del *Facility Agreement, Form of Transfer Certificate*), già sottoscritto dal *Lender* cedente e dal cessionario. Anche in questo caso è previsto che l'*Agent* sia contrattualmente tenuto a firmare il *Transfer Certificate* solo in caso di esito positivo delle procedure di censimento relative al nuovo *Lender* e a condizione che il *Lender* cessionario sia divenuto parte dell'*Intercreditor Agreement*.

Il *Transfer Certificate* produce l'effetto di liberare reciprocamente gli *Obligors* e il *Lender* cedente rispetto agli obblighi assunti in forza dei *Finance Documents* e, conseguentemente, di cancellare i diritti loro spettanti ai sensi dei *Finance Documents*.

Rispetto ai rapporti tra *Obligors* e *Lender* cessionario, questi acquistano diritti ed assumono obblighi diversi (e nuovi) rispetto a quelli che sono stati cancellati per effetto del *Transfer Certificate*.

Ai sensi della Clausola 30.3, il cessionario, mediante la sottoscrizione del *Transfer Certificate* o *Assignment Agreement*, conferma che l'*Agent* è investito del potere di sottoscrivere per suo conto ogni modifica o rinuncia che sia stata approvata dai *Lenders* (o per loro conto) in conformità a quanto previsto dal *Facility Agreement* prima dell'efficacia del *transfer* o dell'*assignment*, e che tale decisione avrà nei suoi confronti la stessa vincolatività che avrebbe avuto nei confronti del *Lender* cedente.

In esecuzione di una cessione del contratto – quale che sia la sua forma –, si prevede che il cessionario debba corrispondere all'*Agent* una commissione, denominata (a

seconda del caso) “*assignment fee*” o “*transfer fee*”. Tale commissione non è dovuta quando l’*Agent* vi abbia rinunciato oppure quando il *Lender* cede il contratto ad un suo *Affiliate* o ad un fondo ad esso collegato.

In ossequio a quanto indicato dalla Clausola 30.5 (*Limitation of responsibility*), salvo diversa indicazione delle parti, il cedente non è tenuto a prestare alcuna garanzia (e non assume alcuna responsabilità) nei confronti del cessionario circa la liceità, validità, efficacia, adeguatezza ed esecutività dei *Transaction Documents*, la situazione finanziaria degli *Obligor*, l’adempimento da parte degli *Obligor* delle proprie obbligazioni ai sensi dei *Transaction Documents* e la veridicità di ogni dichiarazione (scritta o orale) contenuta nei, o relativa ai, *Transaction Documents*.

Il cessionario, dal canto suo, conferma al cedente e alle altre *Finance Parties* di aver espletato (e che continuerà ad espletare) indagini e valutazioni sulla situazione patrimoniale e finanziaria di ogni *Obligor* e di non aver fatto affidamento esclusivo sulle informazioni fornite dal cedente o dalle *Finance Parties*. Egli altresì conferma che proseguirà la propria valutazione indipendente rispetto al merito creditizio di ogni *Obligor*.

Nel contratto di finanziamento si esclude un vincolo del *Lender* cedente a ricevere indietro i diritti e gli obblighi precedentemente ceduti, o a partecipare a qualsivoglia perdita che il cessionario abbia dovuto soffrire quale conseguenza dell’inadempimento di un *Obligor*.

La Clausola 30.8 (*Copy of Transfer certificate or Assignment Agreement to Parent*) sancisce a carico dell’*Agent* l’obbligo di trasmettere, non appena possibile dopo la sottoscrizione del *Transfer Certificate* o dell’*Assignment Agreement*, copia di tali documenti alla *Parent*.

Il contratto *standard* LMA in tema di cessione prevede una clausola opzionale, il cui inserimento è rimesso alla volontà delle parti. Si tratta in particolare della Clausola 30.10 (*Security over Lenders’ rights*), la quale attribuisce ai *Lenders*

il diritto (da esercitarsi senza necessità di previa consultazione con gli *Obligors*, o previo consenso di questi) di disporre in ogni momento e concedere in garanzia i propri diritti ai sensi dei *Finance Documents*, al fine di garantire le proprie obbligazioni verso terzi. Resta comunque inteso che gli atti di disposizione posti in essere dai *Lenders* non possono in ogni caso avere l'effetto di liberarli dalle loro obbligazioni ai sensi dei *Finance Documents* o di sostituire il terzo beneficiario della garanzia ai *Lenders* stessi quale parte dei *Finance Documents*. Analogamente, non è ammesso né che da un atto di disposizione dei *Lenders* derivino obblighi di pagamento in capo agli *Obligors*, né che nei confronti di questi siano attribuiti a terzi diritti maggiori rispetto a quelli spettanti ai *Lenders* secondo quanto previsto dai *Finance Documents*.

Benché, come detto, la clausola in esame sia opzionale, nel mercato si è formata la prassi di includerla sempre nel contratto di finanziamento alla luce della forte intenzione, manifestata da banche ed istituti finanziari in generale, di riservarsi piena facoltà di disposizione per quanto riguarda i propri diritti derivanti dalla documentazione finanziaria. Nella prassi, tuttavia, i diritti vantanti nei confronti del mutuatario vengono solitamente costituiti in garanzia al fine di assicurare l'adempimento delle obbligazioni dei mutuanti nei confronti di istituzioni come le banche centrali.

Può accadere che la cessione del contratto si verifichi prima della scadenza dell'*Interest Period* e quindi prima della data prevista per il pagamento degli interessi. Per questo motivo, la *Loan Market Association* ha elaborato una clausola volta proprio a disciplinare la distribuzione tra il *Lender* cedente e il *Lender* cessionario degli interessi pagati dal *Borrower* dopo l'intervenuta cessione del contratto.

Secondo quanto previsto dalla Clausola 30.11 (*Pro rata interest settlement*), se l'*Agent* notifica ai *Lenders* di poter procedere ad una distribuzione degli interessi corrisposti dal *Borrower* su base *pro rata* (cioè in proporzione alla partecipazione al finanziamento) sia al *Lender* cedente che al

Lender cessionario, allora ogni interesse o commissione spettanti al *Lender* cedente continuano a maturare in suo favore sino alla data di efficacia della cessione (esclusa) e diventano liquidi ed esigibili (senza che continuino a maturare) nell'ultimo giorno dell'allora corrente *Interest Period*²³⁵;

Ovviamente, i diritti oggetto di cessione non comprendono anche i diritti relativi agli interessi e alle commissioni di cui al paragrafo sopra, che rimarranno di spettanza del *Lender* cedente. Il *Lender* cessionario, tuttavia, avrà diritto agli altri importi dovuti dal *Borrower*, detratte le somme spettanti al cedente in virtù delle disposizioni precedenti.

Le modificazioni soggettive del *Facility Agreement* dal lato passivo sono escluse dalla Clausola 32 (*Changes to the Obligors*) che stabilisce un divieto assoluto per gli *Obligors* (che le parti possono anche convenire di estendere a tutti i membri del *Group*) di cedere i propri diritti e/o obblighi derivanti dai *Finance Documents*.

Ai sensi della Clausola 32.2 (*Additional Borrowers*), tuttavia, la *Parent* ha la facoltà di richiedere che, una volta espletate con successo le formalità relative alle procedure di *know your customer - KYC*, una delle sue *Subsidiaries* (che non svolga attività industriale e posseda *assets* aventi un valore non superiore ad una certa soglia da definire ad opera delle parti) diventi un *Borrower* aggiuntivo. La Clausola 32.2 si applica purché vi sia il consenso dei *Lenders* e la *Subsidiary* sia soggetta alla stessa giurisdizione dell'attuale *Borrower* ed abbia già prestato una garanzia a supporto delle obbligazioni di quest'ultimo. Inoltre, non deve essere in corso alcun *Default*, né deve verificarsene uno a seguito di tale aggiunta e deve esser sottoscritto un valido ed efficace *Accession Deed*²³⁶.

²³⁵ Ovvero, se l'*Interest Period* ha durata superiore a sei mesi, nel giorno che cade sei mesi dopo il primo giorno dell'*Interest Period*.

²³⁶ L'*Accession Deed* viene in considerazione come un negozio giuridico in forza del quale uno dei soggetti contraenti diventa parte contrattuale del contratto ivi specificatamente indicato.

Analogamente, la *Parent* può anche richiedere che uno degli attuali *Borrower* cessi di rivestire tale qualità ai sensi del *Facility Agreement*. La richiesta in questione deve essere presentata mediante l'invio di un'apposita *Resignation Letter*, la quale deve essere approvata col consenso unanime dei *Lenders*. Anche in questo caso si richiede, quale condizione di efficacia, che non sia in corso un *Default* e che non se ne verifichi uno a seguito dell'accettazione della *Resignation Letter*.

L'*Agent* può, a spese della *Parent*, nominare un consulente legale ai fini dell'emissione di un parere che confermi, laddove il *Borrower* uscente sia anche un *Garantor*, che la sua dismissione dalla qualità di *Borrower* non infici in alcun modo sugli obblighi di garanzia assunti in qualità di garante (inclusa una riduzione dell'ammontare garantito).

Resta comunque inteso che in capo all'Agente non sussiste alcun obbligo di accettare la *Resignation Letter* fino a quando non sia stato emesso il suddetto parere.

3.10 Sezione X – Le Parti Finanziarie

La *Section X* si apre con la disciplina contrattuale relativa alla nomina della banca agente quale mandatario delle altre *Finance Parties* del *Facility Agreement*. L'intera Clausola 33 (*Role of the Agent*) è dedicata alla definizione del ruolo dell'*Agent*, con specifica indicazione dei diritti ad esso attribuiti, nonché degli obblighi che l'*Agent* è tenuto ad adempiere.

La *Section X* contempla infine anche le Clausole 34 (*Conduct of business by the Finance Parties*) e 35 (*Sharing among the Finance Parties*), le quali disciplinano, rispettivamente, gli effetti della stipula del *Facility Agreement* sulle altre attività delle *Finance Parties* e l'ipotesi in cui una delle *Finance Parties* riceva dal *Borrower* (o altro degli *Obligors*) un pagamento con modalità diverse rispetto a quelle sancite ai sensi della Clausola 36 (*Payment mechanics*).

Con riferimento alla prima parte della *Section X*, nell'ambito delle *Finance Parties* un ruolo di assoluta preminenza spetta all'*Agent*: nell'ambito dei prestiti sindacati, la banca agente è il soggetto incaricato dell'attività di amministrazione del prestito, la quale comprende varie funzioni, quali la raccolta dei fondi dalle banche partecipanti, l'erogazione dei fondi al mutuatario, il calcolo periodico degli interessi e delle quote di rimborso in linea capitale, la raccolta dei fondi dal *Borrower* e il riparto pro-quota alle banche partecipanti. L'*Agent* si occupa altresì di accertare sistematicamente il rispetto delle condizioni contrattuali, il verificarsi delle eventuali condizioni di risoluzione anticipata del contratto, nonché eventuali variazioni dei regimi regolamentari, fiscali o valutari a cui il prestito sia assoggettato nei paesi dei *Lenders*.

L'*Agent* esercita l'attività di amministrazione del finanziamento nella veste di mandatario degli *Arrangers* e dei *Lenders* – come sancito ai sensi della Clausola 33.1 (*Appointment of the Agent*) –, assumendo a tal fine il ruolo di interlocutore unico del sindacato nei confronti del *Borrower* e degli altri *Obligors*²³⁷.

In forza del mandato che gli è conferito, l'*Agent* è espressamente autorizzato ad adempiere gli obblighi ed esercitare i diritti sanciti ai sensi dei *Finance Documents*, congiuntamente ad ogni altro diritto, potere o autorità di natura accessoria.

L'*Agent* è tenuto a svolgere il suo mandato in conformità alle istruzioni ricevute dai *Majority Lenders* (o da tutti i *Lenders*, se così previsto dai *Finance Documents*). Il conferimento delle istruzioni può peraltro anche essere sollecitato dallo stesso *Agent*, al quale spetta l'ulteriore diritto – ai sensi della Clausola 33.2(d) (*Instructions*) – di esimersi dall'intraprendere alcuna iniziativa sino a quando i *Lenders* non abbiano espresso la loro opinione al riguardo o non

²³⁷ Il mandato dell'*Agent* non copre anche le liti, per cui la banca agente non può (salvo vi sia il consenso del *Lender* interessato) rappresentare un *Lender* in un giudizio relativo ai *Finance Documents*.

abbiano confermato di indennizzare ogni costo, perdita o responsabilità in cui possa incorrere la banca agente nell'espletamento del suo incarico (infatti, la Clausola 33.7(j) esclude che l'*Agent* sia obbligato a spendere o rischiare i propri fondi o contrarre alcun debito finanziario al fine di svolgere il mandato).

Rilevanti sono poi gli obblighi informativi in capo all'*Agent*, il quale deve prontamente informare le altre *Finance Parties* non appena sia venuto a conoscenza del verificarsi di un *Default* o di un mancato pagamento relativo al capitale, agli interessi alle commissioni o ad altre spese dovute dagli *Obligors* alle *Finance Parties*.

La Clausola 33.7 (*Rights and discretions*) attribuisce all'*Agent* la facoltà di, *inter alia*, nominare consulenti legali e fiscali o altri professionisti per ricevere pareri o servizi di altra natura (tale facoltà si estende anche alla nomina di un consulente legale indipendente), su cui potrà poi fare legittimo affidamento ai fini dell'espletamento del proprio mandato.

In tema di responsabilità, la Clausola 33.8 (*Responsibility for documentation*) esclude che l'*Agent* sia responsabile dell'adeguatezza, accuratezza e completezza di ogni informazione fornita dalle altre *Finance Parties*, da un *Obligor*, o da terzi; analogamente, la banca agente non risponde della liceità, validità, efficacia, adeguatezza o esecutività dei *Finance Documents* o di altro accordo o documento che sia connesso ad essi.

L'*Agent* va inoltre esente da qualsiasi forma di responsabilità in caso di ritardo nell'accreditamento in favore delle *Finance Parties* delle somme pagate dal *Borrower*, purché egli avesse adottato ogni misura tecnica necessaria per portare a termine la procedura nel minor tempo possibile.

Ciascun *Lender* deve (in misura proporzionale alla sua porzione nell'ambito del *Total Commitment*) indennizzare l'*Agent*, entro tre giorni lavorativi dalla relativa richiesta, di ogni costo, perdita o responsabilità in cui egli sia incorso (salvo i casi di dolo o colpa grave) nell'esercizio del proprio

mandato di agente. La *Parent* deve a sua volta prontamente rimborsare ai *Lenders* ogni pagamento da questi anticipato a titolo di indennizzo per l'*Agent*, salvo che i *Lenders* abbiano indennizzato l'*Agent* per un pagamento di tipo risarcitorio a favore di un *Obligor*.

La Clausola 33.12 (*Resignation of the Agent*) tratta della facoltà dell'*Agent* di dimettersi dal proprio incarico: egli può rinunciare all'incarico e nominare uno dei suoi *Affiliate*, previa notifica ai *Lenders* e alla *Parent*. In alternativa, le dimissioni dell'*Agent* devono essere comunicate ai *Lenders* e alla *Parent* con un preavviso di trenta giorni, durante i quali, previa consultazione con la *Parent*, i *Majority Lenders* procederanno a nominare un nuovo agente.

Se i *Majority Lenders* non addivengono ad una soluzione entro venti giorni dalla notifica di preavviso dell'*Agent* dimissionario, il potere di nomina del nuovo agente spetta a quest'ultimo, fermo restando l'obbligo di previa consultazione della *Parent*.

L'*Agent* dimissionario deve mettere a disposizione del nuovo *Agent* la propria assistenza e i documenti di cui sia in possesso al fine di consentirgli di adempiere le proprie funzioni di banca agente. Le parti possono convenire che la *Parent* debba rimborsare l'*Agent* dimissionario di ogni costo e spesa (inclusi onorari) che abbia sostenuto per tali fini.

Le dimissioni dell'*Agent* saranno valide solo al momento della nomina del successore. Da quel momento, l'*Agent* dimissionario sarà liberato dei propri obblighi ai sensi dei *Finance Documents*, mentre sopravvivranno i diritti (di natura patrimoniale) ad esso spettanti ai sensi delle Clausole 21.3 (*Indemnity to the Agent*) e 33 (*Role of the Agent*).

Nell'intervallo di tempo compreso dal momento in cui l'*Agent* rassegna le dimissioni al momento in cui è nominata la nuova banca agente, si attua un regime di *prorogatio imperii*, in base al quale l'*Agent* dimissionario prosegue nell'esercizio

di tutti i suoi poteri sino a quando le *Finance Parties* incaricheranno un nuovo mandatario²³⁸.

Per quanto riguarda invece il successore, questi sarà investito degli stessi diritti ed obblighi di agenzia, come se fosse stato l'*Agent* sin dal momento della stipula del *Facility Agreement*.

La Clausola 33.13 (*Replacement of the Agent*) attribuisce invece ai *Majority Lenders* la facoltà, previa consultazione con la *Parent*, di sostituire l'*Agent* che sia divenuto un *Impaired Agent* (ossia inadempiente rispetto ai propri obblighi di agenzia). La sostituzione deve essere comunicata con un preavviso di almeno trenta giorni di calendario (termine che può anche essere ridotto, se così deciso dai *Majority Lenders*).

L'*Agent* sostituito deve (a spese dei *Lenders* o a proprie spese, se si tratta di *Impaired Agent*) mettere a disposizione del nuovo *Agent* la propria assistenza e i documenti di cui sia in possesso al fine di consentirgli di adempiere le funzioni di agenzia.

Parimenti a quanto previsto nel caso delle dimissioni, la nomina del successore diventa efficace alla data indicata dai *Majority Lenders* nella comunicazione inviata all'*Agent* sostituito. A partire da tale data, quest'ultimo sarà liberato dei propri obblighi ai sensi dei *Finance Documents*, ma sopravvivranno i diritti (di natura patrimoniale) sanciti ai sensi delle Clausole 21.3 (*Indemnity to the Agent*) e 33 (*Role of the Agent*).

Come in parte anticipato, la Clausola 34 (*Conduct of business by the Finance Parties*) mira a disciplinare i rapporti tra le previsioni del *Facility Agreement* e le altre attività svolte dalle *Finance Parties*.

Nel dettaglio, è previsto espressamente che le disposizioni del contratto di finanziamento non interferiscono

²³⁸ La *ratio* del regime di *prorogatio imperii* è quella di garantire la continuità della gestione del finanziamento. L'attuazione della *prorogatio imperii* corrisponde alla volontà delle parti contrattuali: infatti, il *Facility Agreement* prevede che l'attività dell'*Agent* sia remunerata non sino al momento delle dimissioni, bensì sino al momento della nomina della nuova banca agente (si veda al riguardo la Clausola 33.12(g)).

con il diritto di ogni *Finance Party* di disporre dei propri diritti nella maniera ritenuta più adeguata. In aggiunta, nessuna delle *Finance Parties* si intende obbligata ad accertare o esigere alcun credito, remissione o rimborso, oppure a rivelare informazioni circa la propria attività e i propri calcoli in materia fiscale.

La Clausola 35 (*Sharing Among the Finance Parties*), invece, contempla la fattispecie in cui uno degli *Obligors* esegua un pagamento verso una delle *Finance Parties* non in conformità alle modalità di pagamento previste dalla Clausola 36 (*Payment mechanics*) del *Facility Agreement*.

In tale ipotesi, la *Finance Party* che ha ricevuto il pagamento deve darne informazione all'*Agent* entro tre giorni lavorativi, in modo che questi possa eseguire le opportune verifiche.

Se del caso, l'*Agent* richiede alla *Finance Party* interessata di consegnargli, entro tre giorni lavorativi, le somme ricevute, al netto dell'importo che essa abbia diritto a trattenere per sé, in modo che possa aver luogo la ripartizione del pagamento tra tutte le altre *Finance Parties* secondo quanto previsto dalla Clausola 36.6 (*Partial Payments*)²³⁹.

Pertanto, la Clausola 35 non trova applicazione quando l'*Obligor* abbia eseguito il pagamento in occasione di un procedimento giudiziale o arbitrale, purché la *Finance Party* beneficiaria del pagamento abbia informato le altre *Finance Parties* dell'instaurazione del suddetto procedimento.

3.11 Sezione XI – Profili amministrativi del *Facility Agreement*

La Sezione XI del *Facility Agreement* sancisce la disciplina contrattuale relativa a taluni aspetti (di natura

²³⁹ Se tuttavia uno dei pagamenti ricevuti da una *Finance Party* e successivamente distribuiti dall'*Agent* deve essere restituito all'*Obligor* che lo abbia eseguito, allora ogni *Finance Party*, su richiesta dell'*Agent*, deve corrispondere a quest'ultimo un importo pari alla quota di pagamento precedentemente distribuita. Quale conseguenza di ciò, si esclude che sia avvenuto un qualsiasi pagamento tra l'*Obligor* e le *Finance Parties*.

spiccatamente amministrativa) concernenti l'esecuzione del contratto di finanziamento.

Tra le disposizioni contenute nella Sezione in esame, risultano preminenti quelle relative ai pagamenti che il *Borrower* e gli altri *Obligors* sono tenuti ad eseguire in favore dei *Lenders*.

I pagamenti devono, in particolare, essere effettuati a favore dell'*Agent*, il quale è poi tenuto a distribuire prontamente alle altre parti le somme ricevute che spettino alle medesime. La distribuzione avrà luogo mediante accredito delle somme sui conti correnti che ciascuna delle parti dovrà comunicare entro cinque giorni lavorativi.

L'*Agent* non è tuttavia tenuto ad effettuare alcun accredito fino a quando non sia effettivamente in grado di confermare di aver ricevuto la somma di cui si tratta. Se poi, una volta effettuato il pagamento da parte dell'*Agent*, viene accertato che quest'ultimo non aveva ricevuto in precedenza la somma, allora chi ha ricevuto il pagamento è tenuto a restituire il relativo importo, maggiorato di un interesse pari al costo della provvista sostenuto dall'*Agent*.

Se l'*Agent* deve eseguire un pagamento a favore del *Borrower* e procede in questo senso prima di aver ricevuto le somme necessarie dai *Lenders*, laddove tali somme non dovessero poi essere corrisposte, allora, su semplice richiesta, il *Lender* che avrebbe dovuto inviare i fondi all'*Agent* (o, in caso di inadempimento, il *Borrower*) è tenuto a restituire quanto ricevuto ed indennizzare l'*Agent* dei costi di provvista sostenuti per eseguire il pagamento. Le parti possono convenire che l'*Agent* debba comunicare alla *Parent* l'identità del *Lender* inadempiente.

Se l'*Agent* diventa un *Impaired Agent* e un *Obligor* o un *Lender* deve eseguire un pagamento a suo favore ai sensi dei *Finance Documents*, essi possono eseguire il pagamento direttamente al relativo beneficiario o, in alternativa, accreditare la somma su un deposito fruttifero acceso presso

una *Acceptable Bank*, la quale eseguirà poi i pagamenti in nome e per conto dell'*Obligor* o del *Lender* (secondo il caso).

Se l'*Agent* riceve un pagamento parziale ai sensi dei *Finance Documents*, le relative somme devono essere imputate ad ogni importo non pagato e dovuto all'*Agent* ai sensi dei *Finance Documents*.

Eventuali eccedenze devono invece imputarsi, in ordine rigoroso, agli interessi, commissioni ed oneri non pagati e dovuti ai sensi dei *Finance Documents*, al rimborso del capitale e, infine, verso ogni altro importo che sia dovuto e non pagato ai sensi dei *Finance Documents*²⁴⁰.

Qualsiasi pagamento previsto ai sensi dei *Finance Documents*, sia esso dovuto quale rimborso del capitale ovvero pagamento degli interessi, deve essere eseguito nella stessa valuta in cui è espressa la *Facility*.

Ai sensi della Clausola 37 (*Set-Off*), ciascuna *Finance Party* può compensare i propri crediti verso un *Obligor* con i debiti verso quest'ultimo.

La Clausola 40 (*Partial invalidity*)²⁴¹ stabilisce che, qualora in qualsiasi momento una disposizione dei *Finance Documents* sia o diventi illecita, invalida o non esecutiva ai sensi di qualsivoglia giurisdizione applicabile, ciò non determinerà anche l'illiceità, l'invalidità o la non esecutività delle restanti disposizioni dei *Finance Documents*, nonché

²⁴⁰ L'ordine di imputazione dei pagamenti parziali può essere modificato dall'*Agent* su istruzione dei *Majority Lenders*.

²⁴¹ Uno dei principi cardine del diritto civile italiano è il principio di conservazione dei contratti, che esprime il *favor* legislativo per l'attribuzione di effetti giuridici, per quanto possibile, alle dichiarazioni di volontà. La legge persegue in particolare lo scopo di favorire la circolazione della ricchezza e la conclusione degli affari. Una delle applicazioni del principio generale di conservazione dei contratti è l'istituto della nullità parziale. Il diritto italiano disciplina la nullità parziale all'art. 1419 c.c., il quale prevede che le cause di nullità che inficiano singole clausole del contratto non comportano la nullità dell'intero negozio, purché non si tratti di clausole essenziali – ossia la cui assenza avrebbe impedito la conclusione del contratto. In tema di nullità parziale, la giurisprudenza sostiene che il principio della conservazione del negozio giuridico affetto da nullità parziale sia la regola generale, mentre l'estensione degli effetti della nullità all'intero contratto costituisca l'eccezione (cfr., *inter alia*, Cass., 21 maggio 2007, n. 11673, in *Mass. Foto. it.*, 2007; Cass., 20 maggio 2005, n. 10690, *Mass. Foto. it.*, 2005 e Cass., 27 gennaio 2003, n. 1189, *Mass. Foto. it.*, 2003).

delle medesime disposizioni ai sensi delle altre giurisdizioni applicabili.

Ai sensi della Clausola 41 (*Remedies and waivers*), il mancato o tardivo esercizio di uno dei diritti sanciti nei *Finance Documents* da parte di una *Finance Parties* non deve considerarsi come una rinuncia dello stesso.

In tema di modifiche del regolamento contrattuale, la Clausola 42.2 (*Required consents*) prevede che le previsioni del *Facility Agreement* possano essere oggetto di rinuncia o di modifica solo col consenso dei *Majority Lenders* e della *Parent*, fermo restando che tali rinunce o modifiche saranno vincolanti per tutti i contraenti.

Ciascun *Obligor* sancisce il proprio consenso ad ogni rinuncia o modifica che sia stata approvata dalla *Parent*.

Per talune disposizioni, le parti possono poi convenire che eventuali rinunce o modifiche richiedano un consenso più elevato, che non comprenda solo i *Majority Lenders*, ma anzi tutti i *Lenders* (c.d. “*all Lenders matters*”). Tali sono ad esempio le clausole contrattuali riguardanti la definizione di *Majority Lenders*, l'estensione delle date di pagamento, una riduzione del *Margin* o del tasso di interesse, il rilascio di una garanzia reale o personale, ecc.

Infine, con riferimento alla legge regolatrice del contratto, il modello LMA si basa sulla presunzione che il contratto sia di diritto inglese. Conseguentemente, è anche prevista la competenza esclusiva della giurisdizione inglese ai fini della risoluzione di qualsiasi controversia che sia connessa al contratto di finanziamento. Tuttavia, le *Finance Parties* si riservano la facoltà di adire una corte localizzata in una giurisdizione diversa da quella inglese.

4. Le modifiche da apportare al modello contrattuale LMA in dipendenza della legge regolatrice del contratto.

Come anticipato, ai fini della validità ed efficacia delle singole disposizioni contrattuali e del contratto nel suo

complesso assume importanza dirimente la clausola relativa alla legge regolatrice.

Nonostante la tendenza nel commercio internazionale di redigere contratti c.d. “*self-regulatory*”, ossia contenenti una disciplina esaustiva circa ogni aspetto del regolamento contrattuale (limitando così al minimo la possibilità di etero-integrazione del contenuto contrattuale ad opera della legge), è comunque avvertita da parte degli operatori economici la necessità di individuare un diritto nazionale in base al quale, in caso di insorgenza di una controversia, poter colmare eventuali lacune contrattuali.

Tale individuazione viene effettuata di regola dall’interprete (giudice o arbitro) sulla base delle norme di diritto internazionale privato, «siano esse quelle proprie del diritto interno di un Paese piuttosto che di disposizioni di natura convenzionale, dettate cioè da Convenzioni di diritto privato internazionale destinate per l’appunto ad individuare la legge applicabile ai rapporti contrattuali che determinino un eventuale conflitto di leggi»²⁴².

In alternativa, la maggior parte degli ordinamenti giuridici²⁴³ ammette che possano essere le parti stesse, al fine

²⁴² M. BIANCHI, *Tecniche di redazione dei contratti internazionali*, IPSOA 2011, p. 33. L’autore cita come esempio di convenzione la Convenzione di Roma sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, oggi sostituita dal Regolamento (CE) n. 593/2008 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 giugno 2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (c.d. “Regolamento Roma I”).

²⁴³ A titolo esemplificativo, nell’ordinamento inglese il principio della libertà della legge applicabile è sancito nel *Contracts (Applicable Law) Act* 1990; invece, nell’ordinamento statunitense tale principio è contemplato ai sensi della *Section 187 del Restatement Second of Conflict of Laws*, che stabilisce espressamente che “*The law of the state chosen by the parties to govern their contractual rights and duties will be applied if the particular issue is one which the parties could have resolved by an explicit provision in their agreement directed to that issue*”. Vale anche la pena notare che esistono ordinamenti in cui non è riconosciuto il potere delle parti di scegliere liberamente la legge applicabile al contratto: si tratta principalmente di Paesi in via di sviluppo o ex-socialisti, i quali prevedono in genere una doppia disciplina, rispettivamente per i contratti tra parti entrambe residenti e per i contratti conclusi tra residenti e soggetti appartenenti ad ordinamenti stranieri. Si può citare, a questo proposito, l’esperienza della Cina fino al 1° ottobre 2000, quando è stata promulgata la nuova legge sui contratti che ha abrogato la disciplina previgente, basata su una regolamentazione diversificata dei contratti conclusi tra residenti e quelli conclusi tra persone fisiche e giuridiche cinesi e non

di cautelarsi rispetto all'imprevedibilità della decisione finale dell'interprete, ad individuare *a priori* la legge regolatrice del contratto, inserendo all'interno del medesimo un'apposita clausola (c.d. *pactum de lege utenda*).

Tanto considerato, si ricorda che i modelli contrattuali licenziati dalla *Loan Market Association* si basano tutti sul presupposto che le parti eleggano, come legge regolatrice del contratto, la giurisdizione inglese. Tale assunto, tuttavia, non ha la finalità di escludere la possibilità di scegliere una diversa legge applicabile al contratto, giacchè tale scelta rientra nell'ambito del potere di autonomia privata delle parti e può pertanto essere oggetto di trattative negoziali. Ovviamente, qualora le parti decidessero di adottare una legge applicabile al contratto LMA diversa da quella inglese, si manifesterà la necessità di apportare delle modifiche al modello LMA *de quo*, in modo da rendere il regolamento contrattuale conforme alla giurisdizione prescelta.

Si individuano di seguito alcune delle modifiche da inserire nel contratto *standard* LMA quando le parti abbiano scelto la giurisdizione italiana come legge regolatrice del negozio da loro posto in essere.

Innanzitutto, bisognerà modificare la Clausola 1.1 (*Definitions*), inserendo le definizioni di *Italian Bankruptcy Law* (ossia la Legge fallimentare, il R.D. 16 marzo 1942, n. 267, come successivamente modificato ed integrato) e *Italian Civil Code* (ossia il Codice civile, il R.D. 16 marzo 1942, n. 262, come successivamente modificato ed integrato): l'inclusione di tali definizioni si rende necessaria poiché all'interno del contratto vi saranno numerosi riferimenti ad articoli e procedure previsti ai sensi del Codice civile e della Legge fallimentare.

Al fine di conformare le definizioni elaborate dalla *Loan Market Association* al diritto commerciale italiano, bisognerà

residenti (questi ultimi erano in particolare regolati dalla *Foreign Economic Contract Law* - FECL).

anche modificare la definizione di “*Subsidiary*”, inserendo un riferimento alle disposizioni previste rispettivamente dall’art. 2359 c.c.²⁴⁴ e dall’art. 93, D. Lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58²⁴⁵ (c.d. “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria – TUF”): la definizione di “*Subsidiary*” (i.e. “società controllata o collegata”) includerà, in questo modo, tutte le società in cui il mutuatario disponga della maggioranza dei voti esercitabili nell’assemblea o di un numero di voti sufficienti ad esercitare un’influenza dominante nell’assemblea ordinaria.

Gli articoli summenzionati risultano, inoltre, rilevanti anche nell’ambito della *Section “Prepayment and Cancellation”*, in cui sono disciplinate le ipotesi di rimborso anticipato obbligatorio del finanziamento.

Come illustrato in precedenza, infatti, il modello contrattuale della *Loan Market Association* prevede (ai sensi della clausola “*Change of control*”) che, laddove si verifichi un mutamento della compagine societaria del mutuatario, a seguito del quale vi sia un nuovo soggetto in grado di esercitare il controllo dell’assemblea dei soci, allora ciascun

²⁴⁴ Art. 2359 c.c. (*Società controllate e società collegate*): «Sono considerate società controllate: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa (comma 1). Ai fini dell'applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta: non si computano i voti spettanti per conto di terzi (comma 2). Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati (comma 3)».

²⁴⁵ Art. 93, D. Lgs. 58/1998 (*Definizione di controllo*): «Nella presente parte sono considerate imprese controllate, oltre a quelle indicate nell'articolo 2359, primo comma, numeri 1 e 2, del codice civile, anche: a) le imprese, italiane o estere, su cui un soggetto ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole; b) le imprese, italiane o estere, su cui un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria (comma 1). Ai fini del comma 1 si considerano anche i diritti spettanti a società controllate o esercitati per il tramite di fiduciari o di interposte persone; non si considerano quelli spettanti per conto di terzi (comma 2)».

mutuante ha il diritto di cancellare la parte di finanziamento ancora disponibile e contestualmente esigere l'immediato rimborso della parte di finanziamento già erogata al mutuatario.

Si evince quindi che, qualora il contratto di finanziamento sia retto dalla giurisdizione italiana, prima che il mutuante eserciti i diritti contemplati dalla clausola sul *Change of control*, è opportuno accertare in via preventiva, proprio sulla base del disposto sia dell'art. 2359, comma 1, nn. 1 e 2, c.c. che dell'art. 93, D. Lgs. 58/1998, se il nuovo soggetto di cui si tratta sia in grado o meno di esercitare un controllo effettivo e sostanziale sull'assemblea dei soci del mutuatario.

Dal momento che il contratto di finanziamento prevede il pagamento di un interesse sul capitale finanziato, le parti dovranno altresì avere cura di inserire un riferimento alla L. del 7 marzo 1996, n. 108 (*Disposizioni in materia di usura*), la quale ha previsto, *inter alia*, la modifica dell'art. 1815, comma 2, c.c.,²⁴⁶, il quale oggi dispone che, laddove sia previsto il pagamento di interessi usurari, la relativa clausola è nulla e non è dovuto alcun interesse²⁴⁷.

Considerando che l'interesse sul capitale si calcola sommando due componenti, cioè il margine (ossia una percentuale concordata tra mutuante e mutuatario) e un tasso di mercato scelto dalle parti (che di solito è un tasso variabile come, ad esempio, l'EURIBOR o il LIBOR), vi è il rischio che, nel concreto, l'interesse dovuto dal mutuatario superi la

²⁴⁶ Art. 1815 c.c. (*Interessi*): «Salvo diversa volontà delle parti, il mutuatario deve corrispondere gli interessi al mutuante. Per la determinazione degli interessi si osservano le disposizioni dell'articolo 1284 (comma 1). Se sono convenuti interessi usurari la clausola è nulla e non sono dovuti interessi (comma 2)». La formulazione originaria dell'articolo stabiliva la riduzione automatica *ex lege* degli interessi usurari al tasso legale, in deroga al disposto dell'art. 1343 c.c.

²⁴⁷ Sono considerati tassi usurari, *ex art. 2, l. 108/1996*, i tassi pari al tasso effettivo globale medio (pubblicato trimestralmente nella Gazzetta Ufficiale dal Ministero dell'Economia e delle Finance, di concerto con la Banca d'Italia) aumentati di un quarto; a tale risultato si aggiunge poi un margine di ulteriori quattro punti percentuali, con la conseguenza che la differenza tra il limite d'usura e il tasso medio non può essere superiore a otto punti percentuali.

soglia d'usura (c.d. usura sopravvenuta).

Al fine di prevenire tali rischi e quindi per evitare che si applichi il disposto dell'art. 1815, comma 2, c.c., è opportuno includere nel contratto LMA di diritto italiano, nella *Section* relativa ai *Costs of Utilisation*, un'apposita clausola (intitolata *Italian Usury Law*) ai sensi della quale ciascuna delle parti prende espressamente atto che, al momento della stipula, le disposizioni del contratto circa il pagamento degli interessi sono conformi a quanto previsto dalla L. 108/1996. La clausola in esame dovrebbe anche prevedere il consenso delle parti alla riduzione di ogni importo dovuto dal mutuatario ai sensi del contratto di finanziamento che in qualsiasi momento risulti essere superiore ai limiti consentiti dalla legge in materia di usura.

Oltre ad apportare modifiche nella parte relativa alle definizioni, per conformare il modello LMA all'ordinamento italiano sarà altresì necessario integrare la Clausola 1.2 (*Construction*) in modo da specificare gli istituti di diritto italiano che si intendono coperti dai termini generici inglesi utilizzati nel contratto.

In particolare, nella Clausola 1.2 bisognerà indicare che i termini “*winding-up*”, “*administration*”, “*insolvency proceedings*” o “*dissolution*” dovranno interpretarsi come se facessero riferimento alle seguenti figure: scioglimento, fallimento, concordato preventivo, concordato fallimentare, liquidazione coatta amministrativa, amministrazione straordinaria, amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza, *cessio bonorum*, proposte di concordato, concordato in bianco, cessione dei beni ai creditori, accordi di ristrutturazione (*ex art. 182-bis l. fall.* o *ex art. 182-septies l. fall.*), convenzioni di moratoria, piano di risanamento (*ex art. 67, comma 3, lett. d) l. fall.*), e le altre procedure contemplate ai sensi del D. Lgs. del 21 maggio 2004, n. 170. Parimenti, quando si parla di “*receiver*”, “*administrative receiver*” ovvero “*administrator*” deve intendersi il curatore, il commissario giudiziale, il commissario

straordinario, il commissario liquidatore, o altro soggetto che svolga funzioni analoghe.

Nel punto in cui alla Clausola 1.2 si menziona l'espressione "*obligation being due and a matured obligation*" bisogna specificare che ai sensi del diritto italiano tale espressione deve interpretarsi come se facesse riferimento ad un credito liquido ed esigibile. Laddove, invece, si tratta del tema delle "*Securities*", è necessario precisare che tale termine copre ogni forma di garanzia personale o reale prevista dal diritto italiano, e quindi (a titolo esemplificativo e non esaustivo) il pegno (compreso il pegno mobiliare non possessorio *ex D. Lgs. del 3 maggio 2016, n. 59*), l'ipoteca, il privilegio speciale (incluso il privilegio speciale *ex art. 46, D. Lgs. del 1 settembre 1993, n. 385*), la cessione del credito in garanzia, ed ogni altro diritto reale di garanzia o operazione commerciale avente causa di garanzia (compresa la costituzione di patrimoni separati *ex art. 2447-bis c.c.*).

Per quanto concerne invece la *Section "Representations, Undertakings and Events of Default"*, riguardante, tra l'altro, le dichiarazioni e gli impegni del mutuatario, sarà importante prevedere che ogni impegno assunto dal mutuatario che sia relativo ad obblighi in capo a terzi soggetti, si riterrà da esso assunto ai sensi e per gli effetti dell'art. 1381 c.c.²⁴⁸

²⁴⁸ Art. 1381 c.c. (*Promessa dell'obbligazione o del fatto del terzo*): «Colui che ha promesso l'obbligazione o il fatto di un terzo è tenuto a indennizzare l'altro contraente, se il terzo rifiuta di obbligarsi o non compie il fatto promesso». La disposizione in questione è stata oggetto di un dibattito che ha interessato sia la dottrina che la giurisprudenza. La dottrina italiana maggioritaria ha sempre sostenuto che la promessa costituisca una forma di obbligazione di garanzia in capo al promittente (cfr. E. BRIGANTI, *Fideiussione e promessa del fatto del terzo*, Napoli, 1981 e M. C. CHERUBINI, *La promessa del fatto del terzo*, Milano, 1992). Per contro, la giurisprudenza aveva affermato in talune sentenze (si veda ad esempio Cass., 20 dicembre 1995, n. 12973, in *Foro it.*, 1996, I, c. 1731) che il promittente assumesse un'obbligazione avente ad oggetto una prestazione propria, vale a dire adoperarsi in modo che il terzo si obbligasse o compisse il fatto promesso. Tale diversa impostazione determinava inoltre una diversità circa la natura dell'indennizzo dovuto ai sensi dell'art. 1381 c.c., che secondo la ricostruzione della giurisprudenza altro non sarebbe stato se non un mero risarcimento del danno per inadempimento. Si noti comunque che nel tempo le divergenze tra dottrina e giurisprudenza si sono affievolite, tanto che recente giurisprudenza (Cass., 24 gennaio 2003, n. 1137, in *Mass. Foro it.*, 2003) ha

In relazione poi agli ulteriori impegni del mutuatario, nella clausola intitolata “*Preservation of assets and no segregation*” (volta ad impegnare il mutuatario a preservare le qualità e il funzionamento delle risorse necessarie a svolgere l’attività sociale), è possibile includere anche un riferimento ai patrimoni destinati ad uno specifico affare *ex art. 2447-bis*²⁴⁹, prevedendo che il *Borrower* non possa creare patrimoni separati.

L’avversione da parte della generalità dei creditori verso i patrimoni destinati deriva dall’effetto di separazione patrimoniale *ex art. 2447-quinquies c.c.*, ai sensi del quale i creditori sociali non possono più far valere i loro diritti né sui beni e rapporti giuridici costituenti il patrimonio separato né sui frutti o proventi dello stesso, salvo che per la parte spettante alla società.

Si noti tuttavia che la legge non è insensibile agli interessi dei creditori: l’art. 2447-*quinquies* prevede, infatti, che la separazione patrimoniale diventa efficace solo dopo che siano decorsi sessanta giorni dall’iscrizione nel registro delle imprese della deliberazione costitutiva del patrimonio separato, adottata a maggioranza assoluta dall’organo amministrativo e successivamente verbalizzata da un notaio. Durante tale arco di tempo, è attribuita ai creditori sociali anteriori all’iscrizione la facoltà di presentare opposizione presso il tribunale contro la deliberazione degli amministratori.

Rispetto al contratto LMA di diritto italiano, la *ratio* del divieto contrattuale di costituire patrimoni separati non

disconosciuto il precedente orientamento, attribuendo alla promessa del fatto del terzo una natura ibrida.

²⁴⁹ Art. 2447-*bis c.c. (Patrimoni destinati ad uno specifico affare)*: «La società può: a) costituire uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare; b) convenire che nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo siano destinati i proventi dell'affare stesso, o parte di essi (comma 1). Salvo quanto disposto in leggi speciali, i patrimoni destinati ai sensi della lettera a) del primo comma non possono essere costituiti per un valore complessivamente superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società e non possono comunque essere costituiti per l'esercizio di affari attinenti ad attività riservate in base alle leggi speciali (comma 2)».

riguarda tuttavia soltanto l'impossibilità per i *Lenders* di agire *in executivis* contro i beni facenti parte del patrimonio separato in caso di inutile decorso del termine per proporre opposizione. Di fatti, può accadere che il *Borrower* (o la *Parent*) reperisca le risorse necessarie per la costituzione del patrimonio destinato attingendo integralmente dal proprio patrimonio netto (nel limite del dieci per cento)²⁵⁰: discende che, in tale ipotesi, non solo i *Lenders* corrono il rischio di trovarsi nell'impossibilità di aggredire i beni compresi nel patrimonio destinato, ma la stessa costituzione del patrimonio destinato provoca un danno nei loro confronti, determinando essa una riduzione del patrimonio netto della società e pregiudicando la garanzia generica patrimoniale del *Borrower* ex art. 2740 c.c.

Sempre in tema di *undertaking* in capo al *Borrower*, le parti possono inoltre convenire di inserire un impegno del mutuatario relativo al D. Lgs. dell'8 agosto 2001, n. 231 (*Responsabilità amministrativa da reato*), disponendo in particolare che, da un lato, il mutuatario debba, in ogni momento, adeguarsi ai requisiti sanciti ai sensi del Decreto 231/2001 ed adottare le procedure previste dal medesimo; dall'altro, prendere atto ed impegnarsi affinché si adegui ai requisiti imposti dai mutuantici in ossequio alle disposizioni del D. Lgs. 231/2001.

Infine, le parti dovranno anche adattare l'impegno previsto dal modello LMA e intitolato "*Financial assistance*" alle relative disposizioni del Codice civile. Pertanto, dovrà essere espressamente sancito l'obbligo del mutuatario di agire in conformità a quanto previsto ai sensi degli artt. 2357 e 2358 c.c., rispettando i divieti ivi sanciti. È peraltro opportuno che il mutuatario si impegni anche a garantire che nessuna violazione degli artt. 2357 e 2358 c.c. sarà perpetrata ad opera delle altre società facenti parte del suo gruppo societario.

Quando si elegge la giurisdizione italiana a legge

²⁵⁰ Si noti che è ammesso che il patrimonio separato sia incrementato da apporti di terzi, purché la delibera costitutiva indichi le modalità di controllo sulla gestione e di partecipazione ai risultati dell'affare (art. 2447-ter, comma 1, lett. d), c.c.

regolatrice del contratto *standard* LMA le modifiche più rilevanti riguardano sicuramente le previsioni contrattuali in materia di inadempimento (cioè, in inglese, *default*).

Come analizzato in precedenza, lo *standard* LMA di diritto inglese stabilisce che, qualora si verifichi un *default* che non sia rimediato entro il *grace period* all'uopo previsto, si abbia un *Event of Default*, la cui conseguenza è l'*acceleration*: ossia ogni somma dovuta dal mutuatario ai mutuanti diventa immediatamente esigibile ed il mutuatario è tenuto all'immediato ed integrale pagamento, a prescindere dal piano di ammortamento originario.

Dal punto di vista del diritto italiano, vi sono delle significative differenze per quanto riguarda le possibili conseguenze al verificarsi di un inadempimento contrattuale. Per questo motivo, gli *Events of Default* vengono in genere suddivisi in tre categorie, e segnatamente:

1. *Acceleration Events*: si tratta di circostanze il cui verificarsi produce gli effetti dell'art. 1186 c.c.²⁵¹, con la conseguenza che le somme dovute dal mutuatario diventano immediatamente esigibili ed il loro pagamento deve essere integrale ed immediato.

Tra gli *acceleration events* rientrano in particolare quelli relativi alle ipotesi di insolvenza (con specifico riferimento alle fattispecie di cui agli artt. 2446 c.c. (*Riduzione del capitale per perdite*), 2447 c.c. (*Riduzione del capitale al di sotto del limite legale*) e simili) e all'apertura di procedure concorsuali a carico del mutuatario.

Gli articoli menzionati disciplinano i casi in cui il capitale sociale, a causa di perdite, si sia ridotto di oltre un terzo²⁵². L'applicazione degli articoli in questione costituisce

²⁵¹ Art. 1186 c.c. (*Decadenza dal termine*): «Quantunque il termine sia stabilito a favore del debitore, il creditore può esigere immediatamente la prestazione se il debitore è divenuto insolvente o ha diminuito, per fatto proprio, le garanzie che aveva date o non ha dato le garanzie che aveva promesse».

²⁵² Nel caso dell'art. 2447 c.c., le perdite comportano una riduzione del capitale non solo superiore ad un terzo, ma anche al di sotto dell'ammontare minimo del capitale fissato per legge.

per i creditori sociali un fattore allarmante, poiché, nel concreto, ciò sta a significare che la società versa in una situazione patrimoniale caratterizzata dall'assenza di utili e dall'azzeramento integrale del patrimonio netto. Uno scenario di tale portata è indubbiamente prodromico ad una situazione di *default*, poiché la società non è più in grado di far fronte ai propri impegni finanziari.

Non stupisce, pertanto, che i *Lenders* intendano tutelarsi a fronte del manifesto peggioramento delle condizionali patrimoniali del *Borrower* e quindi riservarsi il diritto di dichiararne la decadenza dal termine quando il suo capitale sia stato ufficialmente ridotto a causa di perdite gestionali.

2. *Termination Events*: in tale categoria sono ricompresi gli eventi (ed in particolare il mancato pagamento di qualsivoglia somma dovuta entro il termine all'uopo previsto) che determinano come conseguenza la risoluzione automatica del contratto di finanziamento.

In altre parole, i *Termination Events* hanno la stessa valenza di una clausola risolutiva espressa ex art. 1456 c.c.²⁵³: si tratta di una forma di risoluzione stragiudiziale, basata sull'accordo tra le parti che, se il *Borrower* è inadempiente rispetto ai propri obblighi sanciti ai sensi del *Facility Agreement*, il contratto di finanziamento si risolverà di diritto, senza necessità di rivolgersi al giudice.

Da notare che ai fini della risoluzione non è di per sé sufficiente il solo fatto dell'inadempimento²⁵⁴: è altresì necessario che la banca agente dichiari al *Borrower* di volersi

²⁵³ Art. 1456 c.c. (*Clausola risolutiva espressa*): «I contraenti possono convenire espressamente che il contratto si risolva nel caso che una determinata obbligazione non sia adempiuta secondo le modalità stabilite (comma 1). In questo caso, la risoluzione si verifica di diritto quando la parte interessata dichiara all'altra che intende valersi della clausola risolutiva (comma 2)».

²⁵⁴ Così in Cass., 16 maggio 2002, n. 7178, in *Mass. Foro it.*, 2002: «la risoluzione di diritto di un contratto non opera automaticamente per effetto del mero inadempimento di una delle parti, ma nel momento in cui il contraente nel cui interesse è stata pattuita la clausola risolutiva comunica all'altro contraente l'intenzione di volersene avvalere [...]».

avvalere della clausola risolutiva²⁵⁵.

Withdrawal Events: si tratta delle ipotesi il cui verificarsi legittima i mutuanti a recedere dal contratto di finanziamento. In genere si prevede espressamente che in questi casi il recesso avvenga per giusta causa (in ossequio all'art. 1845 c.c.). Tra i *withdrawal events* rientrano le ipotesi di violazione dei *financial covenants* o di *misrepresentation* (ossia quando le dichiarazioni rese dal mutuatario si rivelino false o non corrette). Nel momento in cui la banca agente trasmette (di sua iniziativa o su richiesta dei mutuanti) al mutuatario l'intenzione di recedere, è previsto un periodo di tempo entro cui il mutuatario è tenuto a pagare ogni importo dovuto.

Nei casi di recesso, si inserisce anche una clausola intitolata "*Survival*", la quale prevede che talune delle disposizioni del contratto (solitamente quelle che prevedono indennizzi o indennità a favore dei mutuanti e delle altre parti finanziarie, nonché quelle relative alla legge regolatrice o all'esecuzione del contratto) non siano inficiate dall'eventuale risoluzione, recesso o decadenza da beneficio del termine.

Un altro aspetto rilevante ai fini del diritto italiano sono le clausole contrattuali che disciplinano, rispettivamente, la cessione del credito e del contratto.

In tema di cessione del credito, il contratto di finanziamento deve essere conforme ai requisiti previsti ai sensi degli artt. 1260 e ss. c.c. La regola generale della cessione del credito prevede che non sia necessario il previo consenso del debitore ceduto, essendo sufficiente (ai fini dell'efficacia della cessione nei suoi confronti) che il debitore l'abbia accettata o che gli sia stata notificata. Ciononostante, si noti che spesso il mutuatario ottiene di subordinare la cessione del credito al suo consenso, salvo che la cessione in questione avvenga o a favore di un altro mutuante o in pendenza di un *Event of Default* in corso. Per quanto riguarda invece gli effetti

²⁵⁵ Nella prassi contrattuale, generalmente il contratto di finanziamento prevede una mera facoltà dell'*Agent* di dichiarare di valersi della clausola di risoluzione; invece, si ha un vero e proprio obbligo in capo all'*Agent* quando vi siano apposite istruzioni impartite da parte dei *Lenders*).

della cessione verso terzi, l'art. 1265 c.c. stabilisce che prevale la cessione che sia stata accettata dal, o notificata al, debitore con data certa anteriore rispetto alle altre. Per questo motivo, si prevede nel contratto che la banca agente trasmetta (in nome e per conto del mutuante cedente e del cessionario) al mutuatario ceduto la notifica della cessione attraverso un ufficiale giudiziario, il quale poi redigendo la relata di notifica attribuisce data certa alla cessione del credito.

Come noto, anche lo stesso contratto di finanziamento può formare oggetto di cessione: per effetto della cessione, il cedente sostituisce a sé un terzo cessionario nei rapporti derivanti dal contratto con la controparte ceduta.

In considerazione del fatto che per il contraente ceduto il terzo cessionario non è solamente un nuovo creditore, bensì una vera e propria controparte contrattuale, la legge prescrive (art. 1406 c.c.) che la cessione del contratto possa perfezionarsi solo col consenso del contraente ceduto.

La stessa legge ammette tuttavia che il ceduto possa accordare il proprio consenso alla cessione del contratto in via preventiva; in tal caso, la cessione diventa efficace nei confronti del ceduto nel momento in cui gli è notificata o l'abbia accettata (art. 1407 c.c.).

Nella prassi contrattuale della *Loan Market Association*, sovente accade di inserire nel *Facility Agreement* una forma di consenso preventivo alla cessione del contratto in due casi, e segnatamente: quando un *Lender* ceda il contratto ad altro *Lender* ovvero quando la cessione del contratto avvenga in pendenza di un *Event of Default* in corso.

Nel primo caso, il consenso preventivo si spiega in ragione del fatto che, nella sostanza, la cessione del contratto non determina il subentro di un nuovo soggetto nel rapporto contrattuale, bensì l'ampliamento della pretesa creditoria di uno dei soggetti finanziatori già parte del finanziamento.

Nella seconda ipotesi, invece, è in corso una fattispecie di inadempimento contrattuale da parte del *Borrower*, e i *Lenders* rivendicano il diritto di poter disporre dei propri

crediti senza esser tenuti a richiedere la cooperazione del debitore insolvente.

Nella generalità dei contratti di diritto italiano basati sul modello LMA, le parti, in tema di cessione del credito e del contratto, tendono ad includere una clausola volta ad escludere espressamente che la cessione produca un qualsiasi effetto novativo rispetto alle obbligazioni dei *Lenders* e del *Borrower*. La novazione viene in considerazione come un negozio giuridico in forza del quale i contraenti sostituiscono un nuovo rapporto obbligatorio a quello originario intercorrente tra gli stessi.

Il Codice civile²⁵⁶ prospetta la distinzione tra «novazione oggettiva» (quando la sostituzione riguarda l'oggetto o il titolo del rapporto obbligatorio originario) e «novazione soggettiva» (quando l'effetto novativo interessa i soggetti del rapporto obbligatorio originario).

Nell'ambito della novazione soggettiva, si distingue tra novazione soggettiva «attiva» (se vi è mutamento della persona del creditore) e «passiva» (quando la sostituzione riguarda invece la persona del debitore).

Sulla base di quanto precede, si può agevolmente notare come nel modello LMA la clausola che esclude l'effetto novativo della cessione del credito o del contratto possa far riferimento soltanto alla figura della novazione soggettiva attiva: infatti, da una parte, è esclusa la novazione oggettiva in quanto la cessione comporta una modificazione solo soggettiva del contratto o della titolarità del credito; dall'altra, considerando che il *Borrower* non è legittimato a cedere il *Facility Agreement* o gli eventuali crediti derivanti da questo²⁵⁷, l'unico effetto novativo che si sarebbe potuto produrre avrebbe riguardato esclusivamente la persona del creditore.

²⁵⁶ Artt. 1230 e ss. c.c.

²⁵⁷ Si veda a tal proposito la Clausola 32.1 (*Assignment and transfer by Obligors*) del contratto LMA per il *leveraged financing*, ai sensi della quale il *Facility Agreement* e gli eventuali crediti derivanti dallo stesso non possono formare oggetto di cessione da parte degli *Obligors*.

Le precedenti osservazioni inducono a ritenere che, in verità, la sola utilità pratica di includere una disposizione contrattuale volta ad escludere l'applicabilità della novazione soggettiva attiva in caso di cessione del contratto o credito da parte del mutuante, sia l'intenzione di dichiarare (indirettamente) che tale cessione non è di per sé idonea a estinguere il rapporto contrattuale originario e sostituirlo con un nuovo rapporto.

Per quanto concerne invece le disposizioni contrattuali relative alla nomina dell'*Agent*, nella prassi contrattuale quest'ultimo viene generalmente nominato mandatario con rappresentanza²⁵⁸ delle *Finance Parties*.

Come descritto in precedenza, la banca agente è incaricata, per conto delle *Finance Parties*, di perfezionare il *Facility Agreement* ed amministrarne l'esecuzione, secondo le istruzioni all'uopo impartite dai membri del sindacato.

In ragione dell'attività che l'*Agent* è chiamato contrattualmente a svolgere, lo strumento giuridico più idoneo è, appunto, il mandato con rappresentanza, in forza del quale l'*Agent* viene investito del potere di concludere il contratto di finanziamento con il mutuatario sia in nome e per conto proprio, sia in nome e per conto delle altre *Finance Parties*. Discende, pertanto, che «sebbene il contratto di finanziamento sia formalmente concluso soltanto tra la banca capofila e l'impresa beneficiaria, esso produce effetti direttamente nei confronti di tutte le altre banche rappresentate dalla capofila, determinando l'insorgere di un rapporto debitorio multiplo, senza vincolo di solidarietà»²⁵⁹.

Si riportano, infine, alcune osservazioni circa la natura

²⁵⁸ Ai sensi del combinato disposto degli artt. 1703 e 1704 c.c., il mandato con rappresentanza è il contratto con cui una parte (mandatario) si obbliga a compiere uno o più atti giuridici in nome e per conto dell'altra parte (mandante); gli effetti degli atti giuridici compiuti dal mandatario, in forza della c.d. *contemplatio domini* (spendita del nome del mandante presso terzi) si producono direttamente nella sfera giuridica del mandante.

²⁵⁹ L. FALCIONI, *I finanziamenti in pool*, in I. DEMURO (a cura di), *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010, p. 237.

del contratto di finanziamento LMA dal punto di vista del diritto civile italiano. La questione che si intende affrontare è se detto contratto sia suscettibile di sussumersi sotto taluna delle fattispecie contrattuali previste dall'ordinamento italiano nell'ambito della categoria dei c.d. contratti di credito²⁶⁰.

Da un'analisi preliminare del modello LMA per il *leveraged financing*, emergono profili di identificabilità con la fattispecie contrattuale atipica rappresentata dal c.d. mutuo di scopo.

Il mutuo di scopo viene in considerazione come un contratto di mutuo caratterizzato dalla clausola di destinazione, che vincola il mutuatario ad impiegare le somme finanziate unicamente per lo scopo individuato nella documentazione contrattuale. Nell'economia del regolamento contrattuale, dunque, la clausola di destinazione determina l'insorgere, in capo al debitore, di una vera e propria obbligazione, la cui violazione può dare luogo alla risoluzione per inadempimento contrattuale.

Per questi motivi, si ritiene che il mutuo di scopo costituisca un'alterazione della figura tipica del contratto di mutuo quale delineato dal Codice civile, «giacché l'impiegato del capitale mutuato per il conseguimento di una determinata finalità, da motivo estraneo alla struttura del negozio, entra a far parte del regolamento contrattuale e [...] penetra nella causa del negozio, ponendo l'obbligazione di destinazione in rapporto di corrispettività rispetto alla concessione del prestito»²⁶¹.

La clausola di destinazione cui si è fatto riferimento, nel contesto del modello LMA per il *leveraged financing* può

²⁶⁰ La categoria dei contratti di credito comprende diversi negozi, tipici e atipici, il cui elemento identificativo è la funzione creditizia, che dal punto di vista causale riguarda la concessione in godimento temporaneo di un capitale monetario, e dal punto di vista degli effetti del contratto determina il trasferimento della proprietà di una somma di danaro e l'assunzione dell'obbligazione di restituzione di una somma di pari ammontare.

²⁶¹ S. MONTICELLI, G. PORCELLI, *I contratti dell'impresa*, in M. NUZZO (diretto da), *Le istituzioni di diritto privato*, Torino, 2013, p. 242.

essere riscontrata all'interno della Clausola 3.1, la quale prevede che il *Borrower* debba impiegare le somme finanziate solo al fine di concludere l'operazione di acquisizione della società obiettivo.

La sussunzione del contratto *standard* LMA sotto la figura atipica del contratto di mutuo sembra giustificarsi anche dal punto di vista delle modalità di perfezionamento: infatti, il mutuo di scopo è un contratto consensuale che si perfeziona nel momento in cui le parti si scambiano il loro reciproco consenso, legittimamente formato²⁶². Ciò è in linea con le previsioni del *Facility Agreement*, secondo le quali l'erogazione del finanziamento (e quindi la consegna dei fondi) attiene non alla fase conclusiva, bensì alla fase esecutiva del rapporto contrattuale – tanto che l'erogazione può essere eseguita solo previo accertamento da parte dell'*Agent* che il *Borrower* e la *Parent* abbiano adempiuto agli altri obblighi contrattuali di cui sono gravati.

Vale la pena notare, tuttavia, che la struttura del finanziamento LMA sembra altresì riconducibile a quella del contratto tipico di apertura di credito, per tale intendendosi il contratto «col quale la banca si obbliga a tenere a disposizione dell'altra parte una somma di danaro per un dato periodo di tempo o a tempo indeterminato»²⁶³. Non a caso, infatti, i *Lenders* hanno l'obbligo contrattuale di mettere a disposizione del *Borrower* il *Total Commitment* e di erogare i *Loans* richiesti da quest'ultimo o dalla *Parent* in forza di una *Utilisation Request* regolarmente trasmessa all'*Agent*²⁶⁴.

Da quanto descritto, si evince che il contratto di

²⁶² Il mutuo ex art. 1813 c.c. è, per contro, un contratto reale che si perfeziona al momento della consegna delle somme oggetto del contratto.

²⁶³ Art. 1842 c.c.

²⁶⁴ Quando la linea di credito concessa ai sensi del contratto di apertura di credito abbia la natura di una *revolving facility* (nel senso che è possibile ripristinare la disponibilità del credito mediante successivi versamenti e riutilizzare il credito così reintegrato), si parla propriamente di «apertura di credito in conto corrente». Per contro, se il credito è una *term facility* (e quindi sia suscettibile di utilizzo *una tantum*, ancorché con successivi prelievi parziali), si parla in senso tecnico di «apertura di credito semplice» (o per cassa).

finanziamento *standard* LMA presenta caratteristiche inerenti in parte al contratto di mutuo di scopo e in parte all'apertura di credito *ex art. 1842 c.c.* Anziché sussumere il regolamento contrattuale sotto uno soltanto degli schemi di contratto poc'anzi richiamati, sembra maggiormente condivisibile l'idea che il modello LMA costituisca una figura contrattuale atipica di natura ibrida, riconducibile al mutuo di scopo per la rilevanza causale del vincolo di destinazione sui fondi mutuati, e all'apertura di credito per quanto concerne la tipologia di obblighi in capo ai soggetti finanziatori.

CONCLUSIONI

Come largamente discusso, il *leveraged buy-out* (LBO) viene in considerazione come un'operazione commerciale consistente nell'acquisizione di una società (c.d. *target*) mediante lo sfruttamento della sua capacità di indebitamento. Infatti, il promotore del LBO costituisce all'uopo una società (c.d. *newco*) priva di *assets* e dotata esclusivamente del capitale sociale; la *newco* reperisce le risorse necessarie ai fini dell'acquisizione societaria indebitandosi con istituti di credito, i quali fanno affidamento non sulle condizioni economiche del proprio debitore (la *newco*, appunto), bensì sulla redditività prospettica e sulla solidità patrimoniale della società obiettivo del *buy-out*. La valutazione del merito creditizio è incentrata principalmente sulla *target*, poiché la *newco* sarà in grado di procedere al rimborso del finanziamento soltanto per mezzo o dei flussi di cassa prodotti dalla società bersaglio o dei corrispettivi acquisiti attraverso la disaggregazione del patrimonio sociale di quest'ultima (cessione di azienda, disinvestimenti, ecc.).

Lo sfruttamento della leva finanziaria della società bersaglio rappresenta, senza dubbio, il tratto più peculiare e maggiormente critico di ogni operazione di *leveraged buy-out*.

Non a caso, di fatti, gli studiosi hanno individuato diverse tipologie di LBO, ciascuna accomunata dall'elemento dell'approfittamento della capacità di indebitamento della società bersaglio. Le stesse varianti di LBO risultano però distinte le une dalle altre sulla base o delle caratteristiche personali dei soggetti promotori (si pensi alle ipotesi del *management buy-out* e dell'*institutional buy-out*, che si caratterizzano per il fatto che l'operazione viene eseguita per iniziativa, rispettivamente, dell'organo amministrativo della *target* e di investitori professionali come fondi di *private equity*), o delle modalità attuative dell'operazione (come nel caso della c.d. tecnica *Oppenheimer*, nella quale oggetto di

buy-out è l'azienda intesa in senso fisico, e non il pacchetto di controllo della società *target*).

Tra le tipologie di LBO merita una menzione particolare il *merger leveraged buy-out* (MLBO), che ne rappresenta la fattispecie più diffusa e tradizionale. Il MLBO è composto dalle stesse fasi tipiche del LBO, con l'aggiunta di uno stadio ulteriore, consistente nella fusione *post* acquisizione tra *newco* e *target*.

Le criticità generali del *leveraged buy-out* risultano ancora più accentuate nel caso del MLBO, poiché i debiti contratti dalla *newco* ai fini dell'operazione di *buy-out* inevitabilmente finiscono per gravare (sostanzialmente e formalmente) sul patrimonio della *target*: ciò si verifica, in particolare, per effetto della confusione tra i patrimoni della *newco* e della *target* quale conseguenza della loro fusione *post* acquisizione.

Questa circostanza aveva indotto la dottrina dei principali ordinamenti europei (incluso quello italiano) a mettere in dubbio la liceità della tecnica del *merger leveraged buy-out*, soprattutto per la presunta incompatibilità con uno dei principi cardine del diritto societario, ossia il divieto di *financial assistance*, di cui all'art. 2358 c.c.

Con riferimento all'ordinamento italiano, un significativo numero di autori si era comunque schierato nel senso della liceità del MLBO, non rilevando alcun contrasto (diretto o indiretto) tra l'operazione in sé e il disposto dell'art. 2358 c.c. Gli argomenti addotti a sostegno di tali tesi erano di duplice natura: da una parte, si affermava che lo scopo del finanziamento non fosse l'acquisto di azioni proprie della società finanziata e, dall'altra, che la confusione tra i patrimoni della *newco* e della *target* fosse una mera conseguenza della loro fusione.

In verità, tali argomentazioni sembravano prendere in considerazione soltanto uno dei due aspetti delle operazioni di *merger leveraged buy-out*, ossia il solo aspetto formale (rispetto al quale non si pone effettivamente alcuna *quaestio*).

Tuttavia, come ai fini dell'interpretazione di un negozio giuridico le regole di ermeneutica impongono di non basarsi unicamente sul *nomen iuris*, ma anzi di verificare gli effetti in concreto del negozio stesso, così il sindacato sulla compatibilità tra il MLBO e il divieto di assistenza finanziaria non poteva prescindere da un'analisi degli effetti concreti che l'operazione – intesa nel suo complesso e non scissa nelle singole fasi – fosse idonea a produrre.

La necessità di accertare l'effettiva portata materiale delle operazioni di *merger leveraged buy-out* derivava dal carattere di assolutezza che assumeva l'art. 2358 c.c. nella sua formulazione originaria (antecedente alle modifiche risalenti al 2003 e al 2008), atta a garantire la piena tutela del patrimonio sociale (nell'interesse dei soci e dei creditori sociali).

A questo proposito, non si può negare che in ogni tipica operazione di MLBO, da un lato, la concessione del finanziamento avviene previo accertamento della solidità patrimoniale non della *newco*, bensì della società bersaglio (poiché è implicito che il rimborso sarà eseguito con le risorse di quest'ultima), e dall'altro i fondi mutuati vengono impiegati dalla *newco* per conseguire una partecipazione totalitaria (o di controllo) nel capitale della società *target*.

Questi elementi confermano l'originaria potenzialità elusiva del *merger leveraged buy-out*, i cui effetti ben potevano in linea di principio integrare una fattispecie di assistenza finanziaria vietata dall'ordinamento. Ciò che risultava in contrasto con la legge non erano tuttavia le singole fasi attuative del MLBO, ma l'effetto complessivo che le stesse congiuntamente ponevano in essere, effetto in particolare elusivo del divieto di cui all'art. 2358 c.c.

Tanto le argomentazioni della tesi formalistica quanto le dimostrazioni di quella sostanzialistica risultavano valide e pienamente condivisibili, e non era possibile individuare una qualche prevalenza delle prime sulle seconde o viceversa. Per questo motivo, si ritiene che l'unica soluzione praticabile fosse quella di analizzare il tema della liceità del MLBO dal punto di

vista dell'esperienza reale. La varietà delle possibili ragioni sottese ad un'operazione di *merger leveraged buy-out* induceva infatti a ritenere – seguendo l'orientamento giurisprudenziale prevalente sviluppatosi a seguito della sentenza Trib. Milano 13 maggio 1999 – che non fosse possibile affermare *apriori* la liceità o meno della tecnica finanziaria in esame, ma che anzi fosse sempre necessario verificare caso per caso l'esistenza o meno dell'intento elusivo.

Le problematiche relative all'elusività del *merger leveraged buy-out* sono in seguito venute meno grazie ad un duplice intervento salvifico del legislatore nazionale, che ha assunto una ferma posizione in favore di tale tecnica finanziaria. Gli interventi in questione sono stati, in primo luogo, l'adozione del d. lgs. 6/2003, che ha tipizzato la figura del MLBO introducendo nel Codice civile l'art. 2501-*bis*; in secondo luogo, poi, è stato adottato il d. lgs. 142/2008 (in attuazione della Direttiva 68/2006/CE), che ha riformulato il disposto dell'art. 2358 c.c., eliminandone il carattere di assolutezza e legittimando l'assistenza finanziaria purché realizzata nel rispetto delle condizioni ivi sancite.

Le criticità inerenti al *leveraged buy-out* possono essere superate non solo per mezzo di interventi legislativi, ma anche agendo a livello pratico, attraverso in particolare la definizione di una prassi di mercato che consenta di addivenire ad una semplificazione della documentazione contrattuale per la realizzazione di tali operazioni commerciali.

In questo contesto si inserisce di pieno diritto la figura della *Loan Market Association* (LMA), un'associazione di categoria (fondata da banche, agenzie di *rating* e studi legali) per lo sviluppo del mercato secondario dei prestiti sindacati.

L'attività principale della LMA consiste nella predisposizione e pubblicazione di contratti *standard*, i quali vengono messi a disposizione degli operatori economici in modo che i medesimi possano farvi affidamento ed utilizzarli quali modelli negoziali per la definizione della documentazione contrattuale relativa alle proprie operazioni finanziarie (incluse ovviamente le

operazioni di LBO).

Tra i modelli contrattuali predisposti dalla *Loan Market Association* ve ne è uno anche per il *leveraged financing*: esso si propone di costituire un punto di riferimento per gli operatori economici, e soprattutto una base negoziale da cui partire al fine di svolgere le trattative per la definizione del regolamento contrattuale da applicare al caso concreto. Al di là delle modifiche che possono essere apportate al modello in sede di negoziazione tra i contraenti, è di indubbia rilevanza che la standardizzazione contrattuale predisposta dalla LMA produca importanti benefici nel contesto del *loan market*.

Infatti, l'uso diffuso di modelli *standard* predefiniti nella generalità del loro contenuto costituisce il presupposto fondamentale per la formazione e il consolidamento di una prassi generale di mercato, idonea (se supportata dalla maggioranza degli operatori) a rappresentare il punto di riferimento principale di tutti i rapporti negoziali.

In altre parole, nel caso specifico del *leveraged buy-out*, la diffusione del modello contrattuale LMA di *leveraged financing* consente la definizione di una figura astratta di contratto di finanziamento per le operazioni di LBO, che la maggioranza degli operatori di mercato percepisce come il contratto di *leveraged financing* per eccellenza, dal cui contenuto regolamentare è possibile discostarsi solo se sussistono obiettive ragioni non risolvibili altrimenti.

Fermo restando quanto sopra, è comunque innegabile che, per quanto efficaci possano essere gli interventi legislativi e l'apporto della definizione di una prassi contrattuale, l'aleatorietà dell'esito positivo delle operazioni di *leveraged buy-out* resta principalmente ancorata all'andamento generale dell'economia. Ne è prova l'impatto estremamente negativo della crisi finanziaria del 2008 sul settore *M&A*; altrettanto vero, però, è che il LBO ha iniziato a mostrare già dal 2011 evidenti segnali di ripresa, a conferma della costante attualità di questa tecnica finanziaria.

Senza dubbio, sin dalle origini sono state formulate

pesanti critiche nei confronti dell'istituto del (*merger*) *leveraged buy-out*, cui si sono opposte tesi volte invece a farne salva la liceità. Al netto delle teorie elaborate sul tema, resta il dato di fatto che le operazioni di LBO (al pari di tutte le altre operazioni di finanza strutturata) presentano un elevato grado di complessità, la quale invita ad agire con estrema cautela e prudenza. L'esecuzione delle singole fasi del *leveraged buy-out* deve avvenire ad opera di soggetti in possesso di elevate competenze, che devono essere tutte asservite ad un solo scopo: evitare il fallimento della società obiettivo.

In considerazione di quanto precede, non si ritiene corretto condannare aprioristicamente la tecnica del *leveraged buy-out*: l'elemento di maggior negatività non risiede infatti nell'elevata aleatorietà dell'esito positivo dell'operazione, bensì nelle intenzioni dei soggetti promotori della medesima. A conferma di ciò, mentre un uso prudente ed equilibrato della tecnica in esame è in grado di generare benefici per tutte le parti coinvolte, al contrario un utilizzo sconsiderato della stessa può produrre effetti pregiudizievoli nei confronti di un intero settore di mercato.

BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *20 Years in the Loan Market*, Londra, 2016
- ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in AA. VV., *Le società per azioni*, in COTTINO G. (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2010
- BALDI F., *The economics of leveraged buyouts*, Torino, 2015
- BERTINI B., *Lbo e Mbo: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, in *Contratto e impresa*, 2003, 3, 1439
- BIANCHI M., *Tecniche di redazione dei contratti internazionali*, IPSOA, 2011
- BRIGANTI E., *Fideiussione e promessa del fatto del terzo*, Napoli, 1981
- BRUNO N. A., *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, in *Banca borsa*, 2002, 6, 807
- BUONO D., CARRARA S., GIANNONE A., VASCETTO E., *Fusioni e scissioni. Norme antielusive, bonus aggregazioni, affrancamento a pagamento*, Ipoa, Temi di Reddito d'Impresa, 2008
- CAMILLETTI F., *Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c.d. merger leveraged buy out*, in *Giur. comm.*, 1994, 1, 115
- CAMPOBASSO G. F., *Diritto commerciale, II, Diritto delle società*, Torino, 2012
- CANESSA N., *Family governance: la continuità dell'impresa. Il passaggio generazionale*, Milano, 2006
- CAPPARELLA G., *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2008, 5, 1029
- CARAGNANO R., CARUSO G., *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier dell'Adapt (Associazione per gli Studi Internazionali e Comparati sul Diritto del lavoro e sulle Relazioni Industriali), 2010, 1
- CARBONETTI F., *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988
- CARERA B., *Le operazioni di leveraged buy out*, in *Dir. prat. soc.*, 2005, 8, 53
- CARRIERE P., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Riv. soc.*, 2003, 5, 995
- CARRIERE P., *Le operazioni di leveraged cash-out: spunti critici*, in *Soc.* 2005, 6, 720
- CERRATO S. A., *Le operazioni di leveraged buy out*, in AA. VV., *Le operazioni*

societarie straordinarie, in COTTINO G. (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2011

CHERUBINI M. C., *La promessa del fatto del terzo*, Milano, 1992

CHIEFFI I., *Il leveraged buyout nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 1992, 6, 993

CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, in *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, 26, Milano, 2006, 10

CINCOTTI C., *Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria*, in *Giur. comm.*, 2010, 6, 1106

COLONNA P., CARISSIMO G., WENZEL H. U., D'ANSELMO N., SPISNI M., *Da manager a imprenditori: esperienze di MBO*, in *Economia & Management*, 2003, 1, 19

COMMITTERI G. M., *Il travagliato rapporto tra leveraged buy out e interessi passivi*, in *Fisco*, 27, 2014, 2646

CONFALONIERI M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Milano, 2017

COTTINO G., *Le società. Diritto Commerciale*, I, II, Padova, 1999

CRESPI A., *Disposizioni penali in materia di società e consorzi*, in *Riv. Soc.*, 1996, 2-3, 632

DE LY P., FONTAINE M., *La redazione dei contratti internazionali. A partire dall'analisi delle clausole*, a cura di MORRESI R. M., Milano, 2008

DEMURO I., *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di azioni proprie*, *Giur. comm.*, 2010, 2, 229

DEZZANI F., DEZZANI L., *Leveraged buy out: indeducibilità degli interessi passivi?* in *Fisco*, 13, 2013, 1-1985

DI PRETORO F., FELICIANI W., *Operazioni di Merger Leverage Buy-out: pro e contro*, in *Dir. prat. soc.*, 10, 2011, 18

DI SANTOLO SCOTTO P., *L'operazione di Leveraged Buy-out: una discussa opportunità di ristrutturazione aziendale*, in *Rivista On-line Innovazione & Diritto*, 4, 2010, 92

DINACCI G., PAGLIANTINI S., *I contratti per il finanziamento dell'impresa*, nel *Tratt. dir. econ.*, VII, Padova 2009

FALCIONI L., *I finanziamenti in pool*, in I. DEMURO (a cura di), *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010

FAZZINI M., *Due Diligence*, IPSOA, 2015

FERRANTI G., MIELE L., RUSSO V., *Interessi passivi*, Ipsoa, Temi di Reddito d'Impresa, 2014

FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2016

FILOGRANA E., *Un falso precedente in tema di leveraged buy out*, in *Foro it.*, 2000, 2, 402

FOFFANI L., *Reati societari*, in PEDRAZZI C., ALESSANDRI A., FOFFANI L., SEMINARA S., SPAGNOLO G., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 1998

GALGANO F., *Il contratto*, Padova, 2011

IUDICA G., *Il Family buy out come strumento di preservazione del valore dell'impresa nella successione mortis causa*, Convegno di studio in onore del Prof. Angelo Falzea, Messina 4-7 giugno 2002, in *Scienza e insegnamento del diritto civile in Italia*, Milano, 2004, 597

LANTINO S., CASUCCI P., LIMIDO G., *Acquisizioni di aziende e partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, Milano, 2010

LENOCI F., MALERBI G., PEOLA S., *Riforma dei diritti industriali e Basilea 2*, Ipsoa, 2006

LEOTTA M., LEONI G., *Il Leveraged buyout: liceità tributaria di una operazione dotata di dignità civilistica*, in *La gestione straordinaria delle imprese*, 3, 2013, 21

LOMBARDI G., *Riflessioni a margine di un'operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e merger leveraged buy-out*, in *Corr. giur.*, 2003, 2, 214

MANZINI G., *La fusione c.d. inversa, ossia l'incorporazione della controllante nella controllata*, in *Contratto e Impresa*, 2000, 2, 850

MARABINI F., *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: leveraged buy-out legalizzato?* in *Giur. it.*, 2006, 10, 1989

MONTALENTI P., *Frode alla legge e diritto societario: il leveraged buy out*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance, Scritti in tema di società per azioni*, Padova, 1999

MONTALENTI P., *I giudici italiani e il leveraged buyout tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, in *Giur. it.*, 1996, 10, 195

MONTALENTI P., *Il leveraged buyout*, Milano, 1991

MONTALENTI P., *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, in *Giur. it.*, 1999, 12, 2106

MONTICELLI S., PORCELLI G., *I contratti dell'impresa*, in NUZZO M. (diretto

- da), *Le istituzioni di diritto privato*, Torino, 2013
- MORANO A., *Leveraged Buy-out. Aspetti finanziari giuridici e contrattuali*, Milano, 1989
- MORELLO U., *Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy outs e management buy outs*, Milano, 1990
- MORELLO U., *LBO/MBO: intervista a Franco Grande Stevens*, in AA.VV., *Fusioni concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990
- OLIVIERI G., PRESTI G., VELLA F. (a cura di), *Il diritto delle società / Associazione Disiano Preite*, Bologna, 2012
- PACITTO P., *Novità in materia di interessi passivi (art. 96 del T.U.I.R.)*, in LEO M. (a cura di), *Le imposte sui redditi nel Testo Unico*, Milano, 2011
- PARDOLESI R., ATELLI M., *Leveraged Buy Out: un caso di radicalismo interpretativo – Il commento*, in *Notariato*, 2001, 3, 261
- PARDOLESI R., *Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giur. comm.*, 1989, 3, 402
- PARDOLESI R., *Leveraged buyout: non è fuori legge*, in *Corr. giur.*, 1992, 10, 1133
- PEZZETTA M., *Leveraged buy out, Merger leveraged buy out e nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Fisco*, 2009, 42, 6973
- PREITE D., *I merger leveraged buy-outs e gli artt. 2357 e 2358 c.c.*, in *Giur. Comm.*, 1993, 1, 104
- RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout*, Michel, Allen; Shaked, Israel, *Financial Analysts Journal*; Sep/Oct 1991; 47, 5; ABI/INFORM Global
- ROGGI O., INGENITO V., *Il fenomeno del Secondary Buy Out in Italia nel 2006, un'anomalia nello sviluppo del private equity? Evidenze empiriche e prime riflessioni sul modello interpretativo*, in *Studi e Note di Economia*, 2008, 3, 525
- ROSSI L., AMPOLILLA M., *Leveraged buy out. Gli illegittimi accertamenti del Fisco italiano*, in *Boll. Trib.*, 1, 2013, 18
- RUSSO L., *Commento sub art. 2501-bis (Fusione a seguito di incorporazione mediante indebitamento)*, in ABRIANI N. (a cura di), *Codice delle società*, Torino, 2016
- SALAFIA V., *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Soc.*, 2009, 5, 575
- SANDRELLI G., *La direttiva sul capitale sociale dopo l'«aggiornamento» del 2006: dibattito e riforme*, in *Riv. dott. comm.*, 2008, 6, 1125

- SANGIOVANNI V., *Fusione di società e opposizione dei creditori*, in *Contratto e impresa*, 2010, 6, 1348
- SANGIOVANNI V., *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, in *Soc.*, 2010, 8, 959
- SPOLIDORO M. S., *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in *Riv. Soc.*, 2004, 2-3, 230
- SPOLIDORO M. S., *Incorporazione della controllante nella controllata e LB*, in nota a Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Le società*, 2000, 7
- STELLA RICHTER M., *Novità in tema di acquisto delle proprie azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 2-3, 286
- TARTAGLIA E., *Leveraged Buy Out. Rischi ed opportunità*, Maggioli Editore, 2009
- TEDESCHINI F., GINEVRI SACCO, A. *La nuova disciplina dei conferimenti in natura dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, in *Giur. comm.*, 2009, 1, 58
- TORRENTE A., SCHLESINGER P., *Manuale di diritto privato*, Milano, 2015
- TROYER L., INGRASSIA A., *Merger leveraged buy-out, risparmio fiscale e libere scelte imprenditoriali: hic sunt leones*, in *Riv. Dott. Comm.*, 2014, 3, 594
- VISENTIN G. G., *Fusione inversa e azioni proprie*, in *Fisco*, 2008, 1, 8248
- ZANETTI E., *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: ambito di applicazione della procedura «rafforzata» ex art. 2501-bis c.c.*, in *Fisco*, 2010, 47, 7638
- ZIZZO G., *Inerenza degli interessi passivi e MLBO*, in *Rass. tribut.*, 3, 2014, 622