Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Revisione, deontologia e tecnica professionale

LE OPERAZIONI DI LEVERAGED BUY-OUT NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

RELATORE
Prof. Antonio Chirico

CANDIDATO
Annamaria Calviati
Matr. 174561

ANNO ACCADEMICO
2016/2017

Indice

Introduzione……..…..…p. 3

Capitolo 1 Le operazioni di *Leveraged Buy-Out*….....p…7
1.1 Operatività del *Leveraged Buy-Out*…… ..... p… 8
1.2 Le diverse forme dell'operazione…… ..... p. 13

Capitolo 2 Profili civilistici dell'operazione di *Leveraged Buy-Out*.....p. 16
2.1 Riforma del diritto delle società e legittimità del *Leveraged Buy-Out*……..... p. 17

Capitolo 3 Profili fiscali del *Leveraged Buy-Out*……..…p. 26
3.1 Art.172 del TUIR ed applicabilità delle limitazioni al riporto delle perdite…….....p. 27
3.2 La deducibilità degli interessi passivi……..….p. 33
3.3 Quando l'operazione di Leveraged Buy-Out configura un disegno elusivo……..p. 36

Capitolo 4 Il *Leveraged Buy-Out* in Italia……..p. 40
4.1 Nascita, sviluppo ed affermazione del Leveraged Buy-Out sul mercato italiano……...p. 41

Conclusioni…….……p. 53

Bibliografia…….……p. 56

Introduzione

Tra le tecniche finanziare di acquisizione di una società, il *Leveraged Buy-Out* assume un ruolo fondamentale.

È un'operazione finanziaria fondata sulla capacità di indebitamento della società acquisita, che utilizza in maniera prevalente mezzi ottenuti a prestito, per coprire il debito contratto per l'acquisto della *società obbiettivo*.

In generale, l'operazione di *Leveraged Buy-Out* è posta in essere da una nuova società, la *new.co,* che si indebita per l'acquisto di un'altra società, detta *bersaglio* o *target*. Tale debito potrà essere poi ripagato con i *flussi di cassa* della società obiettivo, e con le attività di quest'ultima, esercitate appositamente per soddisfare il debito contratto per l'acquisizione. Sono i soggetti del *private equity* ad utilizzare questo tipo di operazioni ma, anche gruppi finanziari o industriali.

Nella terminologia corrente, *Leveraged Buy-Out* vuol dire "*acquisizione attraverso il debito*", può inoltre, essere definita come "*operazione straordinaria di ristrutturazione industriale*"[1] e consiste nell'acquisizione di un'azienda tramite un finanziamento che, a sua volta, è destinato ad essere rimborsato con i mezzi della società acquisita.

A seconda del contenuto, dei soggetti promotori, delle diverse forme di finanziamento utilizzate, molteplici sono le tipologie di *Leveraged Buy-Out* che possono configurarsi. La più diffusa, come si dirà in seguito, è l'operazione di *Merge*r *Leveraged Buy-Out*, segue la "*Family buy-out*" che viene realizzata all'interno di società appartenenti a numerosi membri di un diverso nucleo familiare. Tali particolari operazioni ben si adattano ad un contesto economico-giuridico come quello italiano, in cui preponderante sul mercato è la presenza di imprese a carattere familiare.

In alcuni casi invece, l'iniziativa dell'operazione può essere ricondotta ai dipendenti della *società target*, è questo il caso dell'*Eployement buy-out* che si struttura su un apposito fondo di investimento; questa tipologia di operazione è frequente in mercati in cui la propensione al rischio è molto elevata, come ad esempio il mercato statunitense.

[1] Cfr. P. MONTALENTI, "*Il leveraged buy-out",* Enc. Giur., Treccani-Roma 1999.

Ultima categoria sono le "*Istitutional buy-out*" in cui la posizione centrale è rivestita invece dagli investitori istituzionali (*private equity, venture capital*).

Tutte le operazioni di *Leveraged Buy-Out*, ben si inquadrano nell'ambito di quelle attività societarie che vengono identificate come *Merger and Acquisitions*.

Diversi sono gli operatori che sfruttano il *Leveraged Buy-Out* e diversi sono gli schemi che tali operazioni possono assumere, il più diffuso resta sicuramente, quello che utilizza come strumento di acquisizione della società obbiettivo la fusione per incorporazione[2].

Infatti, nel *Merger Leveraged Buy-Out*, i soggetti che intendono acquisire il controllo di una società *bersaglio* o *target*, costituiscono una società di capitali, la *new.co* - che in realtà può anche essere preesistente - con un piccolo capitale sociale, la quale, dopo aver ottenuto un'ingente prestito, assume il controllo della *società obbiettivo*.

Il finanziamento, strumento utilizzato per l'acquisizione delle azione della società *target*, viene generalmente erogato da istituti di credito o investitori specializzati, ed una volta deliberata la fusione della *target* nella società acquirente, sarà poi la futura redditività dell'incorporata o la liquidità prodotta attraverso l'alienazione dei cespiti di quest'ultima, a rimborsare il suddetto finanziamento.

Pertanto, è il patrimonio della società *target* a rappresentare la garanzia per il prestito ottenuto dalla *new.co*.

Le prime operazione di *Leveraged Buy-Out* si svilupparono intorno agli anni '60 del secolo scorso negli Stati Uniti D'America. Inizialmente esse riguardarono acquisti di limitata entità ma, nel 1988 la *Kohlberg Kravis Roberts & co*[3] perfezionò la più grande operazione di ristrutturazione industriale, con l'acquisizione della *RJR Nobisco* (gruppo operante nel settore alimentare e del tabacco), per la quale furono spesi circa 25 miliardi di dollari.

Bisognerà attendere gli anni '80, per vedere i primi segni di apertura del mercato europeo verso tali particolari strumenti. La Gran Bretagna, infatti, rappresentava a quel tempo, il mercato europeo più adatto per lo sviluppo e la diffusione del *Leveraged Buy-Out*, proprio perché, esattamente come quello statunitense, il mercato anglosassone era fortemente

[2] Cfr. G. F. CAMPOBASSO, "*Manuale di diritto commerciale*",IV edizione, Utet 2014 p.380 e ss.

[3] Dall'inizio degli anni '80, il *Leveraged Buy-Out* come tecnica venne estesa a quasi tutti i settori merceologici fino ad essere utilizzata per l'acquisizione del controllo di società operanti nel settore finanziario ed assicurativo. L'acquisto effettuato da parte della Kohlberg Kravis Roberts.& Co, società specializzata nella realizzazione di operazioni di *Leveraged Buy-Out*, ne è il massimo esempio. Intervenute nelle operazioni di acquisizione per indebitamento poste in essere da quest'ultimo sono la First Interstate Bank della California nel 1988, la Bank of New England nel 1991, l'American Corporation nel 1992 e La Canadian General Insurance Group nel 1995.

caratterizzato da un'alta propensione al rischio e dalla presenza di un forte dinamismo operativo da parte delle banche. Gli investitori inglesi, inoltre, si mostrarono ben disposti ad investire in attività ad alto rischio e questo, rappresentava certamente, un buon punto di partenza per l'utilizzo delle operazioni di *Leveraged Buy-Out*.

In Italia, invece, la diffusione di tali operazioni, date le particolari condizioni del mercato, ci fu, sempre negli anni '80, in quei settori produttivi in cui operavano maggiormente le piccole e medie imprese. Differentemente da quanto avvenuto in Gran Bretagna, in Italia le operazioni di acquisizione per indebitamento si scontrarono da subito con strutture finanziare ostili rispetto alla loro espansione. Nonostante ciò, nel 1999 si concluse la più grande operazione di *Leveraged Buy-Out* con la quale l'Olivetti utilizzando la Tecnos S.p.a, società controllata preesistente, acquisì la Telecom Italia.

Oltre ad un mercato poco elastico e sfavorevole alla diffusione di tali strumenti, non esisteva nel nostro ordinamento una normativa specifica che regolamentasse tali operazioni. Proprio questa assenza, portò la dottrina a discutere più volte sull'ammissibilità o meno del *Leverage Buy-out*. Con la riforma del diritto societario nel 2003, il legislatore creò una norma ad hoc, l'art. 2501 *bis* c.c., con la quale ne riconobbe per la prima volta la legittimità.

Prima di tale riforma molti furono i dubbi sull'ammissibilità o meno delle operazioni di *acquisizione tramite indebitamento*, poiché secondo autorevole dottrina esse avrebbero potuto trovarsi in conflitto con il divieto imposto alle società per azioni di accedere a prestiti o fornire garanzie per l'acquisizione o la sottoscrizione di azione proprie, così come previsto dall'art. 2358 c.c., comma 1. Tale ultima disposizione, riformulata dal D.L.gs. 142 del 4 agosto 2008, che recepiva la normativa comunitaria 2006/68/CE, mitiga oggi il divieto appena descritto solo in presenza di particolari condizioni, volute a tutti i costi dal legislatore per tutelare gli azionisti di minoranza. Tali condizioni si sostanziano nella necessità di ottenere da parte dell'assemblea straordinaria un'autorizzazione, nella redazione di una relazione da parte degli amministratori contenente tutti i profili giuridico-economici dell'operazione stessa, nell'iscrizione in bilancio di un'apposita riserva indisponibile, il cui importo deve essere pari a quello della somma data in prestito e delle garanzie ottenute.

L'ultima condizione risiede poi, nella necessità che le somme prestate e le garanzie concesse siano almeno pari all'importo della somma degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, così come risultanti dall'ultimo bilancio.

Quindi, attraverso l'art 2358 del c.c., il legislatore legittima e tipizza le operazioni di *Leverage Buy-Out*, solo a condizione che vengano rispettati in maniera rigorosa alcuni obblighi informativi finalizzati alla tutela dei soci e dei creditori.

Capitolo 1

Le operazioni *Leveraged Buy-Out*

Tra le operazioni di *Merger and Acquisition,* il *Leveraged Buy-Out* ben si inserisce nell'ampio fenomeno della "*ristrutturazione finanziaria ed industriale*" societaria. Sviluppatasi nei paesi anglosassoni, prima negli Stati Uniti e poi nell'Europa continentale, l'operazione *di Leveraged Buy-Out* sinteticamente, consiste nell'acquisizione di una società o di parte dei suoi beni attraverso capitale di prestito garantito successivamente dai beni o dalle azioni della società che è oggetto di acquisto. Tale finanziamento, come si cercherà di spiegare nelle pagine che seguono verrà poi rimborsato con i flussi di cassa della suddetta società.

Interessante sarà lo studio delle modalità di applicazione del *Leveraged Buy-Out* e del suo funzionamento, nonché di come la sua utilizzazione vada ad incidere sui mercati europei e su quello italiano. Si darà attenzione alla disciplina civilistica che di recente ne ha riconosciuto la piena legittimità e verrà poi, approfondita la tematica sullo schema seguito per il perfezionamento delle operazioni di *Leveraged Buy-Out* e di come le stesse possono assumere varie forme.

1.1 Operatività del Leverage Buy-Out

Le operazioni di *Leveraged Buy-Out* sono strumenti attraverso i quali, una società, detta *new.co,* acquisisce una partecipazione totalitaria o di controllo di un'altra società, detta *target* o *bersaglio*. Tale acquisto viene in minima parte finanziato dalla *new.co* con il proprio capitale e per la maggior parte con finanziamenti erogati da terzi (*leveraged o effetto leva).* Quindi, si può affermare, che le operazioni di *Leverage Buy-Out* sfruttano la "*leva finanziaria"*[4] ossia, il rapporto tra l'indebitamento ed i mezzi di cui una società dispone. Tali operazioni, generalmente si perfezionano attraverso un procedimento di fusione per incorporazione della società *target* nella società acquirente. Questo è lo schema più diffuso di *Leveraged Buy-Out*, il così detto M*ereger Leveraged Buy-Out*. Attraverso la fusione, il debito contratto per il finanziamento che è stato concesso alla società acquirente, grava sulla società acquisita e sul suo patrimonio, avviene pertanto, una traslazione del costo sostenuto per l'acquisto, sul patrimonio che prima della fusione appartava alla società *bersaglio*. Sostanzialmente, con tali operazioni, è la *target* che rimborsa il debito per l'acquisto delle proprie azioni utilizzando il proprio *cash flow*.
Il risultato di tale operazione di natura societaria e finanziaria è, nella sostanza, un'autentica "*ristrutturazione aziendale*"[5] che ha come obbiettivo, il raggiungimento di maggiori livelli "*di rendimento economico e di competitività sul mercato*".
Spesso, obbiettivo delle operazioni di *Leveraged Buy-Out*, è snellire le strutture patrimoniali divenute oramai inefficienti, sono infatti queste, operazioni finanziarie di medio e lungo termine che garantiscono nuove opportunità agli imprenditori per l'attuazione di nuovi programmi di impulso e di ristrutturazione.
Le operazioni di *Leveraged Buy-Out*, possono avere ad oggetto oltre che il pacchetto azionario della società *target*, anche la sua azienda o una sua unità strategica o una sua divisione.
Come già anticipato in precedenza, diversificate sono le operazioni di acquisizione per indebitamento, relativamente all'identità del soggetto promotore, al contenuto dell'operazione stessa, all'entità e alle forme di finanziamenti utilizzati.

[4] La leva finanziaria indica il rapporto intercorrente fra l'indebitamento finanziario netto ed il patrimonio netto dell'impresa. Se essa è pari ad 1 il capitale investito è finanziato esclusivamente con mezzi propri, se invece il suo valore è maggiore di 1, intervengono mezzi esterni per finanziare gli investimenti. In definitiva, il suo valore è direttamente proporzionale al crescere della dipendenza finanziaria di terzi. Nella pratica aziendale è sconsigliato un valore finanziaria eccedente 2.

[5] Per ristrutturazione aziendale si intende quell'attività attraverso la quale gli investitori cercano di rendere non solo flessibile l'impresa ma, anche la stessa più competitiva rispetto ai continui mutamenti del mercato.

Nonostante ciò, tutte le operazioni di *Leveraged Buy-Out* presentano due medesime caratteristiche ossia, che le risorse finanziarie atte a garantire il rimborso dei debiti contratti vengono sostenute dalla stessa società obbiettivo (*going prive transaction*), e che i mezzi investiti dai promotori siano di limitata entità.

L'operazione ideata però, può avere successo solo se la società *target* possiede alcune peculiari caratteristiche: deve avere una buona capacità di produrre *cash flow* e possedere una stabile propensione alla potenziale alienazione dei propri cespiti tale da produrre *plusvalenze*[6]. Inoltre, atteso che l'operazione attuata sfrutta notevolmente gli effetti della *leva finanziaria (leverage)*, è necessario altresì, una stabilità su livelli minimi dei tassi d'interesse sul mercato. Importante infine, è che il prezzo della società *bersaglio,* sia determinato correttamente.

La forma più diffusa di tale operazioni nel nostro paese, come già accennato, è la *cash merger*. Essa presenta diverse fasi per la sua attuazione: l'individuazione della società obbiettivo, la costituzione della *new.co*, la preparazione dell'operazione con contestuale ricerca di finanziamenti, l'acquisto ed infine la fusione. Da principio, è necessario comprendere quale sia l'azienda che dovrà essere oggetto dell'iniziativa. La società obbiettivo oltre a requisiti di equilibrio e stabilità dovrà avere un rendimento bilanciato ed operare in settori in cui il rischio sia contenuto, nonché avere una solidità tale da non permettere che la sua struttura e la sua operatività siano influenzate o danneggiate da eventuali squilibri del ciclo economico[7]. La sua solidità inoltre, deve essere tale da non richiedere investimenti in programmi di ricerca e sviluppo per nuove tecnologie. Inoltre, la stessa dovrà essere dotata di un basso *quoziente di indebitamento*[8] e di fasce dirigenziali competenti, specializzate, professionali e dedite all'impegno verso programmi di ristrutturazione e miglioramento aziendale innovativi. Controproducente sarebbe una società *bersaglio* che si trovasse in fase espansiva, poiché, quest'ultima, avrebbe sicuramente la necessità di un fabbisogno finanziario sempre crescente.

Nella seconda fase dell'operazione per la costituzione della *new.co* ruolo preponderante è svolto dai promotori. L'operazione infatti, deve essere programmata ed esaminata in ogni singolo dettaglio e per tali ragioni, è necessaria l'elaborazione di un prospetto sulla

[6] Per plusvalenza si intende un aumento di valore entro un determinato periodo di tempo di beni immobili e di valori mobiliari. Questo aumento ha rilevanza fiscalmente in quanto le plusvalenze indicano una maggiore capacità contributiva e sono spesso gravate da imposte dirette.

[7] Per ciclo economico si intende l'alternanza di fasi caratterizzante da una diversa intensità dell'attività economica svolta su uno specifico mercato da paesi economicamente collegati.

[8] Per quoziente di indebitamento si intende il rapporto tra T e N dove T è il capitale di terzi investito nell'azienda nel corso dell'esercizio ed N è il capitale proprio investito nel periodo.

società *target* e sul suo futuro andamento, prevedendo modalità e strumenti di copertura del fabbisogno e criteri di selezione dei soggetti che finanzieranno l'operazione stessa. Alcuni esperti intermediari finanziari svolgeranno un ruolo di consulenza e la scelta di costoro influirà sul buon esito dell'intera operazione. Gli studi e le analisi della *hold.co* riguardano principalmente la determinazione del prezzo da offrire. Anche in questo caso, l'entità dell'offerta è elemento determinante per il successo dell'operazione ed è solo quando il valore attuale dei *flussi di liquidità*[9] prodotti e resi disponibili dalla *bersaglio* sia uguale o superiore alla somma del capitale proprio e dell'indebitamento utilizzato per l'acquisto, l'operazione è economicamente conveniente. La progettazione serve proprio a questo tipo di analisi, essa è infatti, una costruzione di proiezioni dei futuri andamenti aziendali e delle future scelte degli acquirenti. È in questa fase che si valuta quanto la *target* sia in grado di sostenere i finanziamenti e se gli oneri siano compatibili con gli utili futuri.

Ad esempio in Italia, l*'effetto leva* viene sfruttato in maniera più limitata e le strutture finanziarie che vengono adottate per la progettazione e l'esecuzione di tali operazioni sono molto più elementari. Sul nostro mercato infatti, il *Leveraged Buy-Out* si fonda su prestiti garantiti e solo da pochissimo tempo si sono diffuse forme di intervento creditizio più sofisticate.

Una volta ultimate poi, le indagini sulla potenziale operazione e sul suo eventuale successo, il gruppo acquirente dopo aver stabilito le fonti e le forme finanziarie che debbono supportare l'operazione, formulano l'offerta d'acquisto definitiva. Generalmente si procede, ad una *due diligence*[10] della *bersaglio* la quale, consente se positiva, di determinare con precisione il prezzo, nonché, l'entità e le forme di finanziamento. Quest'ultimo viene erogato solo al perfezionamento dell'acquisto garantito, con la consegna delle azioni della *target* a titolo di pegno. Le garanzie sui beni della società *bersaglio* una volta perfezionata la fusione sostituiranno il pegno. È con la fusione poi, che la *new.co* controlla la società appena acquisita ed è sul patrimonio di quest'ultima che verranno trasferiti tutti gli oneri dell'indebitamento. L'operazione cosi perfezionata è la *Mereger Leveraged Buy-Out*.

[9] Per flussi di liquidità si intende la ricostruzione di flussi monetari di un'azienda nell'arco di un determinato periodo oggetto di analisi economico-finanziario.

[10] Per *due diligence* si intende la dovuta diligenza che nel contesto in esame è riferita all'operazione di acquisizione per indebitamento.

Non è esclusa però, la possibilità di utilizzare una fusione inversa[11] attraverso la quale è la *new.co*, che viene incorporata dalla società obbiettivo, così come non è esclusa la possibilità, che ci sia una completa assenza dello strumento della fusione. Infatti, nel mercato anglosassone non è difficile trovare forme di *Leveraged Buy-Out* che non prevedano la fusione. In questi schemi la *new.co* riceve un prestito che non è garantito e con il quale paga gli azionisti della società *bersaglio*. È a quest'ultima che viene concesso successivamente un secondo prestito, questa volta garantito, traferendo lei stessa mezzi liquidi alla *new.co*. È solo attraverso tali mezzi che la *new.co* sarà in grado di rimborsare il primo prestito che gli era stato concesso.

Esistono poi, casi in cui un unico finanziamento viene concesso direttamente alla *target*, la quale fornisce risorse finanziarie alla *new.co* che sarà in grado di pagare gli azionisti della *bersaglio*.

La fusione quindi, non è indispensabile come abbiamo visto in tutte le operazioni di *Leverage Buy-Out*, fondamentale però è la presenza di mezzi alternativi idonei al trasferimento di risorse finanziarie dalla *bersaglio* alla società che promuove l'operazione stessa. Il trasferimento infatti, potrebbe avvenire come distribuzione di riserve disponibili o di dividendi come corrispettivo di servizi che sono stati resi dalla *new.co*.

Il periodo immediatamente successivo al perfezionamento della fusione poi, è fondamentale per la realizzazione dell'obbiettivo programmato. Le condizioni ambientali e di mercato infatti, devono essere favorevoli alla buona riuscita dell'operazione. Inoltre, affinché la società sia in grado di produrre reddito deve avere una buona efficienza operativa, eliminare quanto più possibile le spese non necessarie (*bonus e fringe benefies)* e ridurre i costi variabili[12] oltre che il capitale investito, attraverso l'alienazione di cespiti, cercando di migliorare la gestione del capitale circolante. Solo così potrà accrescere il valore dell'impresa acquistata.

Inoltre, la programmazione degli investimenti va determinata in maniera minuziosa e, soprattutto, deve essere orientata verso quei settori e quelle attività che consentano un immediato e puntuale ritorno finanziario.

Infine, di non poca importanza, risulta un eventuale risparmio sul carico impositivo, poiché la riduzione del pagamento delle imposte potrebbe consentire senza dubbio un'utilizzazione di una quota maggiore di reddito operativo per il rimborso dei prestiti e

[11] Cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, "*Il diritto delle società*", IV edizione, Il Mulino 2012, p. 436 e ss.

[12] Si definisce costo variabile quel costo che è legato strettamente alla quantità prodotta, esso può variare in modo proporzionale, progressivo e regressivo rispetto a quest'ultima.

per gli oneri finanziari. Molteplici sono quindi, i fattori che possono incidere sul buon esito dell'acquisizione per indebitamento. L'esito negativo delle operazioni di *Leveraged Buy-Out* potrebbe essere ancorato però ad un eventuale insuccesso delle alienazioni finalizzate all'ottenimento di mezzi liquidi, ad un'erronea stima delle scelte considerate vincenti per la riorganizzazione da parte dei promotori, ad una diminuzione della redditività aziendale causata da fattori esterni, ad erronee proiezioni sui *flussi di cassa* programmati ed infine ad una non corretta determinazione dell'incidenza della leva finanziaria.

Alla luce di quanto finora esposto, il *Leveraged Buy-Out* può essere definito come "*fattispecie a formazione complessa"*[13], composta da un insieme di operazioni finalizzate all'acquisizione di un'azienda o dei cespiti di quest'ultima, con fondi derivanti da capitali di debito, il cui rimborso viene coperto dagli attivi patrimoniali della società acquisita che lo sostiene con i *flussi di cassa* che genera o dalla dismissione di attività non strategiche che possiede. Pertanto, tutte le operazioni di *Leveraged Buy-Out* mirano alla *ristrutturazione della proprietà della società target* finalizzata all'operazione di fusione ed acquisizione o alla realizzazione di successivi frazionamenti dell'azienda tramite scissione[14] o scorporo[15], attraverso un elevato finanziamento a titolo di debito.

La particolarità rispetto ad una normale operazione di acquisizione di società, dell'acquisto che sfrutta la leva finanziaria esattamente come fanno le operazioni di *Leverage Buy-Out,* risiede nel fatto che l'acquisto sarà perfezionato tramite il credito messo a disposizione da terzi finanziatori. Pertanto, l'indebitamento, a conclusione dell'operazione, graverà solo ed esclusivamente sulla società *target* ossia quella acquisita e non sulla società acquirente. Questa è una delle ragioni che giustifica la valutazione sulla sostenibilità del progetto di investimento e sulla solidità patrimoniale e reddituale della società *bersaglio* da parte degli istituti di credito che erogheranno il finanziamento.

[13] Cfr. TIGOR, "*Rivista di scienze della comunicazione*", A. IV 2012 n.2 (luglio-dicembre), issn. 2035-584x, "*il Leveraged buy-out"*, p. 148.
[14] Cfr. G. F. CAMPOBASSO, "*Manuale di diritto commerciale*", IV edizione, Utet 2014 p.385 e ss.
[15] Idem.

1.2 Le diverse forme dell'operazione.

Con *Leveraged Buy-Out* non ci si riferisce mai ad un'unica operazione standard, bensì ad una serie di diverse operazioni che riprendono lo schema ordinario dello stesso.

Si definisce *Leveraged Management buy-out* l'operazione posta in essere dal team di gestione di una società che acquista le attività oggetto del suo operato. Con *Management buy-out* l'azienda innanzitutto manifesta la propria volontà all'acquisto ed inoltre esse sono utilizzate per la risoluzione di problemi relativi alla successione interna di un'impresa. Rappresenta questa una grande opportunità per i manager che intendono incrementare i loro profitti.

Similare appare il *Management Buy-In* in cui la società viene acquistata da un team di gestione esterno, che una volta entrato a far parte della struttura sociale si sostituisce al team preesistente.

I manager, nel *management buy-out* possiedono le giuste competenze e conoscenze dell'azienda e ciò favorisce l'impresa in quanto, la stessa avrà un consistente risparmio sui costi di aggiornamento e formazione. Inoltre, tale operazione produce un vantaggio meramente finanziario consistente nella riduzione del carico sulla leva del debito. Questo garantisce rispetto al *Merger Leveraged buy-out* una maggiore flessibilità della società.

Il *Management buy-out* presenta alcuni rischi. Se da un lato tale operazione, riesce a mantenere quasi intatto l'assetto dirigenziale comprimendo i costi di formazione tuttavia, i dirigenti muteranno la loro posizione passando dallo status di dipendente a quello di titolare facendosi carico dei rischi che l'investimento può comportare.

Inoltre, nel *Management buy-out* il venditore corre il rischio di non poter ottenere dalla vendita il miglior prezzo garantito poiché, potrebbe esserci conflitto di interessi nelle operazioni di dismissione essendo il team di gestione allo stesso tempo anche offerente. Questo potrebbe incidere sui programmi di gestione futuri di quelle società che intendono acquistare a prezzi più vantaggiosi[16].

Il *Management buy-out* risulta un'ottima opportunità per i fondi *hedge* e grandi finanzieri, che per ottenere procedure più snelle di solito incoraggiano le aziende affinché la trattativa prima di esser resa pubblica rimanga per un determinato lasso temporale privata.

[16] Cfr. L. POTITO," Le *operazioni straordinarie nell'economia delle imprese"*, IV Edizione, Giappichelli Editore, Torino 2013, p. 173 e ss.

I fondi di *private equity* invece, fondando il loro operato sul rapporto di fiducia istaurato con i dirigenti, solitamente finanziano le operazioni di *Management Buy-In.*

Si ha poi un'altra forma di *Leveraged buy-out*: l'*Employee buy-out*. Attraverso quest'operazione sono i dipendenti stessi della *bersaglio* ad acquistare una quota di maggioranza della società. Nelle *Employee buy-out*, se sono coinvolte imprese di piccole dimensioni, l'operazione avrà ad oggetto la cessione dell'intera attività. Quando invece ad operare sono le grandi imprese, ad essere cedute sono o le controllate o intere divisioni della stessa.

Un'ulteriore variante è poi rappresentata dal *Family Buy-Out*. Qui le azioni della *target*, in tutto o in parte detenute dai componenti di un nucleo familiare, permettono a quest'ultimi di mantenere o acquisire il controllo della società e la relativa gestione senza possedere personalmente i mezzi per l'acquisto, attraverso appunto le tecniche del *Leveraged Buy-Out*. Questo schema nella pratica si è rivelato il migliore poiché è in grado di incrementare il valore delle quote possedute dagli azionisti. Il disimpegno graduale delle quote dei soci uscenti, segna un vero e proprio passaggio di consegne, che consente ai membri della famiglia, non dotati di sufficienti risorse finanziarie, di rilevare il controllo dell'azienda stessa.

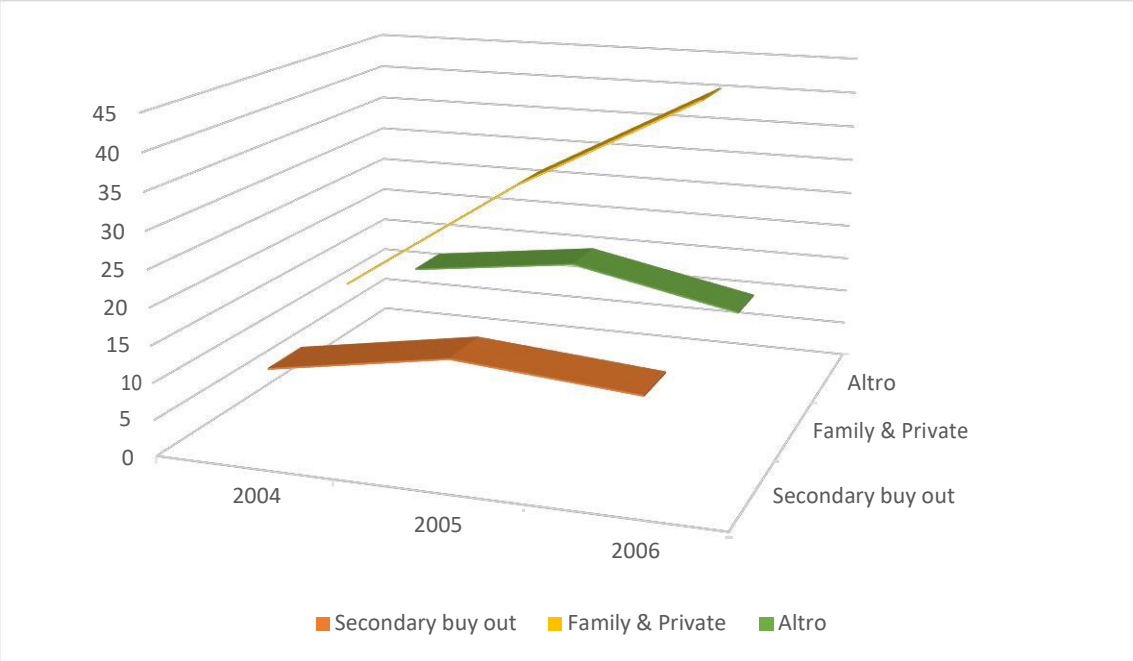
Pertanto le fasi del *Family Buy-Out* possono essere riassunte come segue:

- cessione parziale delle quote da parte dei soci familiari[17];
- selezione e scelta dei finanziatori attraverso la quale viene valutato il nuovo capitale che confluirà nella quota minoritaria nel capitale di rischio;
- proposta finanziariamente equilibrata, attraverso la quale i prestatori di debito concederanno un finanziamento per l'importo residuo necessario per la liquidazione dei vecchi soci;
- ripianamento del debito da parte della *new.co* con il proprio *cash flow;*
- uscita dei soci finanziatori attraverso o la cessione di quote presenti sul mercato azionario ai soci operativi o la cessione dell'azienda.

Simile al *Family Buy-Out* è il *Family Buy-In* cui l'unica differenza sostanziale è data dal fatto che in quest'ultimo schema i familiari acquisiscono la qualità di soci solo successivamente al perfezionamento dell'operazione.

[17] In questa fase la proprietà si identifica con la *new.co* che generalmente comprende membri operativi della famiglia.

Alla luce di quanto esposto le operazioni nelle varie forme in cui il *Leverage Buy-Out* può presentarsi ha subito in termini di crescita delle costanti variazioni in aumento relativamente al biennio 2004-2006 che è stato preso come esempio per mostrare il grafico che segue.



Capitolo 2

Profili civilistici dell'operazione di Leveraged Buy-Out

.

Come ampliamente descritto in precedenza, le operazioni di *Leveraged Buy-Out*, offrono la possibilità di operare un'acquisizione aziendale finalizzata ad un miglioramento della competitività, il tutto, grazie a risorse che non sono disponibili poiché non possedute. Per tali ragioni molti in dottrina ritenevano che le operazioni di *Leverage Buy-Out* potessero essere attuate con finalità speculative, proprio perché l'acquisizione della *target* può essere effettuata da parte della società veicolo senza l'esborso di consistenti mezzi propri[18].

Proprio questo sistema ha fatto sorgere in passato forti contestazioni rispetto alla leicità dell'acquisizione per indebitamento. I dubbi furono talmente forti che il legislatore a più riprese decise di intervenire creando una disciplina specifica che riconoscesse per la prima volta la legittimità del *Leveraged Buy-Out* nel nostro ordinamento giuridico. Nelle pagine che seguono verrà data attenzione alla riforma del diritto societario intervenuta nel 2003, che ha portato all'inserimento nel Codice Civile dell'art. 2501 *bis* nonché alle potenziali contraddizioni che le operazioni di *Leveraged Buy-Out* potevano presentare rispetto all'art. 2358 c.c., comma 1 e al divieto di assistenza finanziaria in esso contenuto.

[18] La compagnia telefonica Wind è stata oggetto di una delle più grandi operazioni di *Leveraged buy –out*. La Weather Investement S.p.a., società facente capo all'imprenditore Naguib Sawiris, nel 2005 ha acquistato la Wind S.p.a. utilizzando lo strumento del *Leveraged buy-out*. Circa 12 miliardi e mezzo di euro sono stati utilizzati per il compimento dell'operazione. L'8% di essi era cash mentre, ben il 95% proveniva da capitale di debito messo a disposizione da tre banche: la San Paolo, la ABN Amro e la Deutsch Bank . In Italia le più importanti operazioni di *Leveraged buy-out* sono state effettuate dalla Seat, da Ferretti Yacht e da Valentino Fashion Group.

2.1 Riforma del diritto delle società e legittimità del *Leverage Buy-Out.*

La particolare posizione che la società veicolo riveste nelle operazioni di *Leveraged Buy-Out,* relativamente all'esborso di consistenti mezzi propri, ha reso da sempre discutibile la legittimità delle operazioni di *Leveraged Buy-Out*. Queste ultime infatti, nella maggior parte dei casi, si concludono con l'incorporazione della società *bersaglio* nella società veicolo tramite fusione. Il procedimento di fusione rappresenta, pertanto, un atto finale necessario per il perfezionamento dell'acquisizione. Spesso le banche richiedono espressamente che la fusione abbia luogo in tempi brevissimi affinché, l'attività operativa della *target* possa con i propri flussi positivi rimborsare il debito contratto. Nelle operazioni così descritte di *Merger Leveraged Buy-Out,* la società *bersaglio* che produce *cash flow* è la stessa sulla quale grava il debito, pertanto, la società che nasce a seguito della fusione avrà su di sé un debito garantito dalle proprie azioni. È proprio questo meccanismo che in passato ha fatto discutere maggiormente circa l'effettiva legalità del *Leveraged Buy-Out*.

In particolare, dubbi sono sorti sulla sua conformità rispetto a quanto disposto dall'art. 2358 c.c., secondo il quale:*"la società non può accordare prestiti, ne fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie"*[19].

Parte della dottrina considera il *Leverage Buy-Out* come una serie di atti giuridici legittimi se singolarmente intesi ma, illegittimi se considerati complessivamente, poiché rivolti esclusivamente ad aggirare l'art. 2358, comma 1 c.c. ed il divieto di assistenza finanziaria in esso contenuto.

In realtà, se viene dimostrato che la fusione non è finalizzata al perseguimento di un interesse economico, l'operazione ha come scopo solo quello di trasferire sulla società *target* e quindi sul suo patrimonio, il costo della sua stessa acquisizione. In tale ottica secondo la dottrina, l'operazione di *Leveraged Buy-Out* realizzerebbe *un negozio nullo* poiché in *frode alla legge*[20].

Questo primo filone in dottrina, definito "*sostanzialista*", si contrappone a chi sostiene invece, che le operazioni di *Leveraged Buy-Out* non si troverebbero in contrasto con il disposto dell'art. 2358, comma 1 c.c. atteso che, non ci sarebbe nella fase

[19] Il divieto di assistenza finanziaria così come previsto dall'art.2358 c.c. è finalizzato alla tutela dell'integrità del patrimonio sociale ed in particolare a garantire patrimonialmente i soci ed i creditori, impedendo agli amministratori di porre in essere manovre elusive sui titoli societari evitando inoltre, eccessivi indebitamenti che possono incidere economicamente sulla stabilità sui mercati dei capitali.

[20] L'art. 1344 c.c. stabilisce che quando il negozio è posto in essere per eludere l'applicazione di una norma imperativa deve essere considerato nullo per illiceità della causa.

dell'acquisizione alcuna attività della società *bersaglio* in conflitto con il divieto di assistenza finanziaria.[21] Questo perché nella fase che precede l'acquisizione, proprio nel momento in cui la *new.co* si indebita, la *target* rimane estranea all'operazione di finanziamento. L'unica operazione che pone in essere la società *bersaglio* è quella della fusione cosi come tipizzata dal legislatore e quindi, attività legittima e neutrale. Successivamente alla fusione la società *bersaglio* scompare poiché incorporata nella veicolo e le garanzie costituite da quest'ultima, per supportare il finanziamento erogato per l'acquisizione della *target,* non costituiscono in alcun modo atti di assistenza finanziaria vietati dall' art. 2358, comma 1 c.c..

La tesi che riconosceva in dottrina la legalità delle operazioni di *Leveraged Buy-Out* ha trovato puntuale conferma nell'art. 2501 *bis* c.c. frutto della riforma del diritto societario attuata dal D.lgs. 6/2003, entrato in vigore il 1° gennaio 2004. Tale disposizione rubricata "*fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*", viene applicata alle operazioni in cui una società contrae debiti per acquistare il controllo dell'altra a seguito di fusione e, soprattutto, quando il patrimonio della società acquisita costituisce fonte per il rimborso del debito contratto o comunque garanzia generica. La fattispecie disciplinata dall'art. 2501 *bis,* c.c. coincide con lo schema più diffuso di *Leveraged Buy-Out* ossia, il *Merger Leveraged Buy-Out.* Pertanto, il legislatore con tale riforma ha per la prima volta fornito una definizione, se pur non espressa, di tale particolare strumento, inserendo nella nuova disciplina una serie di strumenti di tutela rappresentati da specifici obblighi di informazione posti a carico degli amministratori, affinché possano essere evidenziate con precisione e specificate le ragioni economiche e gli aspetti finanziari sottesi all'operazione da attuare. In questa prospettiva, la trasparenza svolge un ruolo fondamentale, ed infatti, l'art. 2501 *bis* c.c. interviene in maniera significativa sull'informativa che deve accompagnare tutta l'operazione, in particolare, nel progetto di fusione devono essere indicate dettagliatamente tutte le risorse finanziarie necessarie per il soddisfacimento delle obbligazioni della società che è scaturita dalla fusione. Tra le risorse finanziarie il legislatore ha inteso includere sia i *flussi di cassa* che potenzialmente la società *bersaglio* potrà generare con la sua attività, sia le *plusvalenze* derivante da dismissioni di cespiti aziendali non strategici, sia l'emissione di obbligazioni, prestiti o altre operazioni finanziarie. Gli amministratori dovranno, nella redazione della loro relazione, spiegare le ragioni che giustificano l'operazione, gli obbiettivi prefissati, le risorse da utilizzare ed il piano economico e finanziario. Le ragioni che giustificano le

[21] Questo orientamento in dottrina viene definito "formalista".

operazioni dovranno essere individuate in relazione all'intera operazione di *Leverage Buy-Out* e non a singole fasi di esse. Ai sensi dell'art. 2501 *sexies,* c.c. gli esperti con la propria relazione dovranno valutare la ragionevolezza dell'operazione e di tutti i punti indicati nel progetto di fusione e qualora nell'operazione sia coinvolta una società quotata, al progetto di fusione dovrà essere allegata una relazione di una società esterna incaricata della revisione contabile, attestante la ragionevolezza del progetto di fusione ed in particolare, del rimborso del finanziamento.

Un controllo informativo puntuale e dettagliato, in definitiva, che ha come obbiettivo quello di prevenire operazioni prive di qualunque contenuto ed di una ragione economico-imprenditoriale. La nuova normativa prevede un maggiore rigore nell'attuazione dell'operazione soprattutto sotto il profilo finanziario. Trasparenza e rigore procedurale oggi, sono le due parole chiave nella disciplina giuridica del *Leveraged Buy-Out.*

La normativa in questione però non risolve i problemi sorti in passato in dottrina circa la legittimità o meno dell'operazione ma si limita a fissare delle condizioni.

La violazione dell'art. 2501 *bis* c.c., comporta la nullità della deliberazione della fusione, salvo che l'atto di fusione sia stato stipulato ed iscritto nel Registro delle Imprese. In tal caso, la nullità sarà considerata sanata ai sensi e per gli effetti dell'art. 2504 *quater* c.c., fatto salvo comunque, il risarcimento dei danni per soci e terzi danneggiati dalla fusione. La nuova formulazione poi, dell'art. 2358 c.c., cosi come modificato dal D.lgs.142 del 2008, in attuazione della direttiva comunitaria 2006/68 CE, stabilisce che le operazioni di assistenza finanziaria da parte di una società per azioni sono lecite se presenti alcune particolari condizioni: gli amministratori devono redigere una relazione da presentare all'assemblea straordinaria che evidenzi l'interesse per la società, gli obbiettivi imprenditoriali, le ragioni dell'operazione, i rischi per la liquidità e la solvibilità della società ed il prezzo di acquisto delle azioni da parte del terzo.

La ratio della riforma sembra identica a quella che ha condotto il legislatore alla riforma del diritto societario del 2003 e all'introduzione dell'art. 2501 c.c. poiché, anche in questo caso non vengono identificate le fattispecie come legittime o meno, ma la norma si limita solo a regolamentare il procedimento con il quale la società concede prestiti e garanzie per la sottoscrizione e l'acquisizione delle proprie azioni. Così riportato l'art 2358 c.c., fa salva l'applicabilità dell'art. 2501 *bis* c.c. relativamente a specifiche garanzie date dalla società *bersaglio* per l'acquisizione di azioni proprie.

In definitiva, la normativa civilistica italiana riconosce la legittimità delle operazioni di *Leveraged Buy-Out* solo se fondate su un programma imprenditoriale concreto e

strumentale alla riorganizzazione societaria e sempre se siano rispettati gli specifici obblighi informativi posti dalla normativa vigente a tutela dei soci e dei creditori. Scopo del legislatore è salvaguardare la società ed il suo equilibrio finanziario.

L'impostazione seguita dal legislatore pone inoltre, in rilievo il duplice piano su cui si struttura l'art. 2358 c.c.. Da un lato il divieto assoluto posto dal 1° comma, dall'altro il divieto relativo di cui l'attuale vigente comma 8, operante qualora l'acquisizione di azioni avvenga da parte di dipendenti della società. Questo divieto relativo si applica quando vengono violati i limiti quantitativi rappresentati dagli utili distribuibili e dalle riserve disponibili. La norma in questo caso non si limita alla tutela del capitale sociale, ma mira a salvaguardare il patrimonio sociale, quale strumento di produttività di utile. Le operazioni condotte in violazione di tale principio senza dubbio sarebbero censurabili sotto il profilo della *frode alla legge*. In realtà, il *negozio in frode alla legge* si configurerebbe anche quando nell'operazione di *Merger Leveraged Buy-Out* la fusione non sia strumentale alla funzione che il legislatore le ha tipicamente assegnato ossia, la concentrazione tra imprese ma, essa sia rivolta ad altro scopo: il trasferimento del debito da una società ad un'altra.

Ecco perché è necessario un effettivo programma industriale ed imprenditoriale che giustifichi lo sviluppo operativo della società frutto della fusione, capace di escludere qualunque altro obbiettivo fraudolento che possa essere sotteso all'operazione stessa.

Il dato normativo non richiedeva in passato che la fusione dovesse essere necessariamente finalizzata alla concentrazione tra più imprese, né tantomeno, che la stessa dovesse essere supportata da valide ragioni economiche. Quindi la leicità della fusione non si basava su valide ragioni economiche[22] e per la legittimità come più volte anticipato, è sufficiente l'incorporazione, di una società in un'altra atteso che, il suo obbiettivo è quello di garantire un patrimonio netto attivo per entrambe le società coinvolte.

Vari sono i casi[23]in cui la fusione pur non essendo finalizzata alla compenetrazione di due società prosegua comunque obbiettivi meritevoli poiché, non idonei a cagionare alla società un danno ingiustificato. Alla luce di quanto appena esposto, la fusione, può essere considerata di per sè come strumento neutro che può realizzare diversi obbiettivi. È

[22] Cfr. M. S. SPOLIDORO, "*Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*", in *"Le società*", 2000, p.334. Spolidoro in relazione alla fusione inversa affermò che:" l'esistenza di valide ragioni economiche per procedere con una fusione inversa non è infatti, *conditio sine qua non* della legittimità di questo tipo di operazione come non lo è di nessun tipo di fusione considerato in astratto.

[23] Basti pensare relativamente al gruppo societario ad eventuali fusioni poste in essere per semplificare la struttura societaria di gruppi di imprese o di fusioni che hanno lo scopo di ridurre i costi di gestione ed amministrativi nonché, fusioni volte ad eliminare conflittualità nate sul mercato.

proprio la sua neutralità che fa sorgere dubbi circa l'idoneità della stessa a configurarsi come negozio in frode alla legge. Non esistono infatti, elementi idonei a dimostrare tale frode. Difficile sarebbe utilizzare in maniera impropria uno strumento negoziale che di per sé sia previsto dal legislatore nelle sue finalità e che pertanto, sia lecito e voluto dalle parti.

Come già affermato, è l'art. 1344 c.c. che descrive il contratto in frode alla legge mentre, è l'art. 2358 c.c. a non impedire ad un acquirente di partecipazioni sociali di perfezionare l'acquisto pur in assenza di propri mezzi finanziari, né obbliga l'acquirente stesso di soddisfare il debito con mezzi propri. Tale ultima disposizione non impedisce inoltre, all'acquirente di partecipazioni sociali di utilizzare le ricchezze della società acquistata per soddisfare il debito contratto.[24] Il divieto previsto dalla norma ricade sugli amministratori e funge da deterrente per l'utilizzazione del patrimonio sociale come assistenza finanziaria per l'acquisizione di azione della società. Così se nel campo di applicazione di tale divieto possono essere escluse le fideiussioni prestate alla *target*, la fusione non può essere un atto in frode alla legge ed in particolare, in frode all'art. 2358 c.c.[25] Questo perché la fusione produce il naturale annullamento delle azioni della *bersaglio* oltre che, una scomparsa di quest'ultima. È in questo momento, che il patrimonio della *new.co* si integra con quello della *target* e gli amministratori di quest'ultima, per effetto della fusione, cessano di essere tali. Tra coloro che distinguevano tra operazioni di *Leveraged Buy-Out buone e cattive*, la fusione all'interno di esse avrebbe potuto essere legittima solo se supportata da un concreto piano industriale nel quale, fosse evidenziata con precisione la scelta strategica da attuare con l'inserimento in esso di un piano finanziario equilibrato, supportato da mezzi propri e tale da escludere

[24] Cfr. E. TARTAGLIA, "*Leverage buy-out rischi ed opportunità"*, p.41. In caso di frode alla legge ex art. 1344 c.c. relativamente al disposto dell'art. 2358 c.c. le conseguenze sarebbero: nullità del contratto di trasferimento delle azioni, restituzione delle somme alla *new.co* e delle azioni al venditore nullità del contratto di finanziamento con la banca, restituzione a quest'ultima della somma finanziata al netto degli interessi. Solo l'operazione di fusione rimarrebbe tale se pur priva di senso (*new.co* come scatola vuota).

[25] Cfr. V. AFFERNI, "*Invalidità della fusione e riforma delle società di capitali*", in "Giur. Comm.", II ed. 2009, p. 129 e ss. Con riferimento ad una possibile frode alla legge nel caso di operazioni di fusione a seguito di acquisizione per indebitamento si rileva che a ciò osta una serie di ragioni: la difficoltà di applicare la norma come quella che regolamenta la frode alla legge in tema di contratti ad un'attività che ha per scopo l'operazione straordinaria di concentrazione di imprese inoltre, il legislatore con la riforma delle società di capitale ha spesso anteposto al rimedio reale della invalidità della decisione il rimedio risarcitorio. La difficoltà per la sua struttura e per la sua suddivisione in fasi ad accostare la fusione a seguito di acquisizione per indebitamento ad un procedimento in frode in cui all'art. 2358 c.c., che mira a molteplici obbiettivi non solo alla tutela del capitale sociale, la possibilità per l'operatore economico di ottenere risultati simili ricorrendo non alla fusione ma ad altre figure contrattuali. In quest'ultimo caso l'esempio può essere rappresentato dall'acquisto di una *new.co* che si indebitata in precedenza per procurarsi la sufficiente provvista per il pagamento del prezzo, dell'azienda di una società *target*, le cui attività costituiranno garanzia generica dei debiti della prima.

l'utilizzazione del patrimonio della *target* per il rimborso del debito[26] come obiettivo principale da raggiungere.

Questa parte della dottrina traferiva la ragionevolezza ed i suoi criteri dalla "*ragionevolezza dei motivi della fusione*" alla "*ragionevolezza del uso della leva finanziaria".* Il divieto di cui all'art. 2358 c.c., era comunque previsto indipendentemente dalla condizioni patrimoniali e finanziarie del socio che sottoscriveva le azioni proprie[27]. Sembra quindi, scorretto sostenere che la leicità della fusione dipenda da un "*ragionevole"* rapporto tra mezzi propri delle società coinvolte nella fusione ed indebitamento, così come appare scorretto sostenere che il *Leveraged Buy-Out* sia legittimo solo quando, analizzata la situazione patrimoniale della società, emerga che essa sia in grado di sostenere l'indebitamento contratto attraverso fusione.

Non va trascurato poi, che con quanto sostenuto sin ora, non si vuole negare che nell'ambito di ogni operazione di *Leveraged Buy-Out* esista un equilibrato e corretto rapporto tra l'indebitamento della società risultante da fusione ed i mezzi di cui quest'ultima dispone. Ciò in virtù degli ordinari principi di ragionevolezza e prudenza che nella normalità, dovrebbero guidare gli amministratori nella gestione della società. Pertanto, sarà sempre possibile prospettare una fattispecie caratterizzata dalla violazione degli obblighi di dirigenza ed oculata gestione che l'ordinamento italiano impone agli amministratori di una società. Infatti, se per effetto della fusione, questi cessano la loro carica, per gli stessi proporre ai soci l'operazione di fusione sarà un atto molto diverso sia relativamente alle conseguenze giuridiche che ne possono scaturire sia relativamente al debito che viene contratto da parte della *new.co*.

Da qui, si comprende l'importanza della fase di progettazione di tutta l'operazione, del programma imprenditoriale ad essa presupposto, della descrizione dettagliata in esso dei

---

[26] Cfr. P. MONTALENTI, *"Leveraged buy-out: una sentenza chiarificatrice*", in "Giur.it.", 1999, p. 2107.

[27] Cfr. P. MONTALENTI, "Art.2501 bis", in G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, "Il nuovo diritto societario D.lgs. 17 gennaio 2003, n.6 ;D.lgs. 17 gennaio 2003 n.5; D.lgs. 11 Aprile 202 n.61(art.1) artt.2484-2548 c.c., norme di attuazione disciplina processuale, artt. 2621-2641 c.c.", Bologna, 2004, pp. 2322-2323. Secondo Montalenti:" l'errore metodologico di chi ritiene che il legislatore delegante intendesse statuire che il *Merger Leveraged buy-out* non violerebbe mai l'art. 2358" errore che deriverebbe dal non aver compreso "le ragioni della fusione" poiché " l'art. 2501 *quinquies* impone, dall'attuazione della direttiva comunitaria, che la relazione degli amministratori illustri e giustifichi sotto il profilo economico e giuridico il progetto di fusione e che, per le ragioni logiche e normative, già illustrate, la legittimazione del L.B.O. non sarebbe stata conforme all'art 23 II Direttiva CEE. Rilevante in proposito è l'opinione di Spolidoro secondo il quale: *"l'art. 2358 c.c. non riguarda in alcun modo il Leveraged Buy-Out ed ha una finalità del tutto diversa…Sembra che l'art. 2501 bis meriti di essere applicato con grande ampiezza sfruttandone le possibilità e senza mortificarne il ruolo rendendolo il prosseneta di una violazione dell'art 2358 c.c. che sarebbe stato sdoganato quasi come un sotterfugio".*
Cfr. anche M. S. SPOLIDORO, "*Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy-out e leveraged cash-out del nuovo diritto delle società",* in "Riv. Soc.", 5 , 200*8.*

profili connessi all'integrità del patrimonio sociale e della documentazione informativa che deve supportarlo idonea a rappresentare la sostanza economica ed operativa della fattispecie negoziale progettata. La traslazione del debito non deve essere lo scopo finale ed esclusivo dell'operazione bensì uno strumento che, unitamente all'impiego di mezzi propri, sia capace di attuare una riorganizzazione societaria. È l'apparato documentale che deve garantire e supportare le operazioni di *Leveraged Buy-Out*, esso deve essere costituito oltre che dalle relazioni degli amministratori e degli esperti, così come sopra ampliamente esplicato, anche da un piano economico e finanziario.

A questa conclusione non è giunta solo la dottrina maggioritaria italiana ma anche la giurisprudenza. Tale principio giuridico infatti, ha trovato puntuale conferma in alcune sentenze nelle quali veniva specificato che la valutazione sulle operazioni di *Leveraged Buy-Out* rispetto alla *loro* configurabilità o meno come negozi in frode alla legge, va condotta dal giudice *caso per caso* [28].

Sulla scorta di quanto detto e dell'esperienza giurisprudenziale l'assenza di un equilibrato piano finanziario e di un valido e concreto progetto industriale sarebbe indice di frode alla legge. Viceversa la fattispecie concreta non integrerebbe gli estremi di un negozio in *frode alla legge*[29], quando l'operazione di *Merger Leveraged Buy-Out* è supportata da un progetto industriale finalizzato allo sviluppo di attività sinergiche future idonee a generare *flussi di cassa.*

Con l'art. 2358 c.c. il legislatore ha riconosciuto alle operazioni di *Leveraged Buy-Out* una "*legittimità condizionata"*[30] questo in virtù dei particolari vincoli di carattere impositivo che la norma prevede e che pone in aggiunta rispetto a quelli già presenti nelle ordinarie operazioni di fusione[31].

Anche l'art. 23, comma 1 della II direttiva CE n. 77/91, prevede l'impossibilità da parte di una società di anticipare fondi, accordare prestiti, fornire garanzie per l'acquisizione di azioni proprie da parte di un terzo. Quindi, anche a livello comunitario si è più volte affrontata la problematica circa la legittimità o meno del *Leverage Buy-Out.*

---

[28] Cfr. sentenze del Tribunale di Milano, 13 maggio 1999, Tribunale Milano, 25 gennaio 2001, Tribunale Torino, 28 giugno 2001.

[29] Cfr. P. MONTALENTI, "*Leverage Buy-Out:una sentenza chiarificatrice* ", in "Giu. It",1999, p. 2106 e ss.; I. D., voce "*Leverage buy-out"* postilla, cit. par. 2; I.D.,*" Il Leverage buy-out nel nuovo diritto penale commerciale"*, cit. p. 801 ss.

[30]Cfr. P. MONTALENTI, *"il leverage buy out nel nuovo diritto penale commerciale*", cit. p. 812 e ss. La legittimità riconosciuta al *Leveraged buy out* si definisce condizionata rispetto agli obblighi imposti dalla normativa. Obblighi procedurali ed informativi.

[31] Rafforzamento dei vincoli impositivi per la fusione.

La valutazione degli esperti poi, ex art. 2501 *sexies* c.c. oltre a certificare la sostenibilità aziendale, definisce la corrispondenza dell'operazione rispetto ai criteri di corretta gestione imprenditoriale[32].

Con i vincoli informativi si è riconosciuta la piena legittimità delle operazioni di *Leveraged Buy-Out* se e solo se, il programma da attuare rispetti tali obblighi procedurali ed informativi.

Ne deriva, che l'eventuale assenza, falsità, erroneità, reticenza di tutto il complesso documentale che deve supportare l'operazione di *Leveraged Buy-Out* potrebbero incidere sulla legittimità dell'operazione stessa e quindi, sulla sua validità.

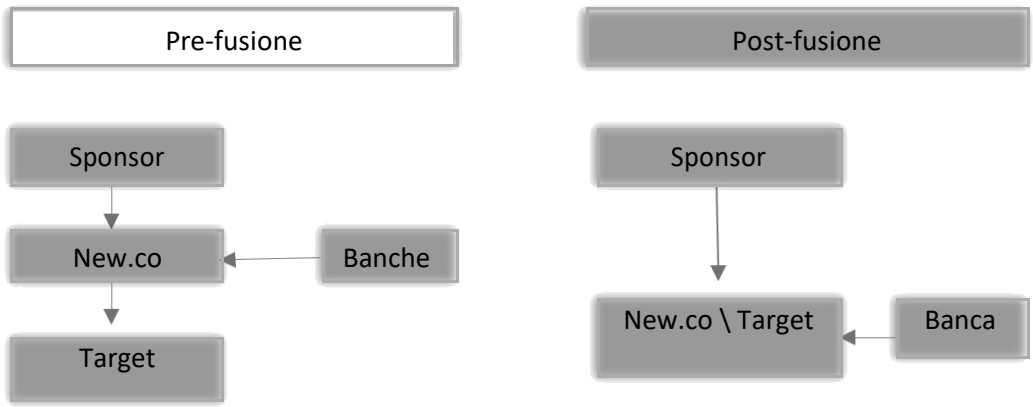
In definitiva, l'introduzione nel nostro ordinamento giuridico di una disciplina specifica che regolamenti le operazioni di *Leveraged Buy-Out* era necessaria soprattutto, nel contesto di mutamento e sviluppo del sistema societario, ciò anche in ragione degli ostacoli normativi che alimentati da una giurisprudenza tendenzialmente incerta, poco attenta alle esigenze del mondo finanziario ed ai rapidi mutamenti delle tecniche di operazioni straordinarie, aveva creato dubbi e forti incertezze nella prassi commerciale[33]. Pertanto, è possibile affermare che oggi tali operazioni vadano considerate a tutti gli effetti lecite, senza trascurare l'utilità che le stesse, secondo opinione prevalente, possano avere in termini di crescita economica e sviluppo aziendale.

Del resto, come è stato già rilevato, l'intervento legislativo del 2008 che ha eliminato qualsivoglia dubbio sorto circa la legittimità o meno del *Leveraged Buy-Out*, trova le sue radici nella Direttiva 2006/68 CE, la quale mutando completamente l'impostazione precedente, ha reso maggiormente flessibile il cambiamento della struttura proprietaria. Sembrerebbe cosi affermarsi il riconoscimento della forza e della potenzialità di tali operazioni anche a livello comunitario.

[32] Idem.

[33] Cfr. E. TARTAGLIA, "*Leveraged buy-out. Rischi ed opportunità"*, cit. pp. 41-42. In un clima di forte incertezza sulla leicità del *Leveraged buy-out* le alternative ad esso potevano essere il perfezionamento dell'operazione all'esterno mediante una Holding appartenente ad un altro ordinamento; l'acquisto della stessa azienda o di un suo ramo; l'acquisto delle azioni di controllo mantenendo in essere la *new.co* in posizione di *holding* senza attuare la fusione; l'acquisto di azioni di controllo attraverso due *new.co* appositamente costituite di cui una indebitata e l'altra patrimonializzata.

Le strutture di Leveraged buy-out in seguito alla riforma del diritto societario Struttura “a una New.co”: disciplinata dall’art. 2501 bis c.c.



Capitolo 3

Profili fiscali dell'operazione di Leveraged Buy-Out

Il *Leveraged Buy-Out* ed in particolare, l'operazione di *Merger Leveraged Buy-Out,* e gli effetti che questa produce, sono fiscalmente rilevanti. Già la fusione deliberata successivamente all'operazione di acquisizione per indebitamento, dà la possibilità di sfruttare norme che disciplinano le operazioni straordinarie[34].

Fondamentale a questo punto è l'analisi dell'articolo 172 del TUIR ed analizzare se le limitazioni al riporto delle perdite in esso definite, si applicano anche alle società veicolo costituite appositamente per l'attuazione del *Merger Leveraged Buy-Out*.

Interessante è anche l'analisi sulla fiscalità degli interessi passivi che nell'operazione di *Leveraged Buy-Out* riveste una posizione cruciale poiché, si tratta sempre di acquisto di partecipazioni mediante l'intervento di banche con addebito di costi finanziari di rilevante entità.

Infine, nelle pagine che seguono si cercherà di spiegare come l'operazione di acquisizione per indebitamento possa integrare gli estremi di un disegno elusivo.

[34] Sono quelle operazioni realizzate al di fuori della gestione ordinaria delle società e diverse sono le ragioni che spingono a tali attività: trasferimento del controllo dell'impresa o della titolarità dell'azienda mutamento della sua struttura o della sua forma giuridica e liquidazione dell'azienda per eventuale chiusura.

3.1 Art. 172 del TUIR ed applicabilità delle limitazioni al riporto delle perdite

Le norme che regolano le operazioni straordinarie sono ispirate alla piena neutralità impositiva. La fusione che viene deliberata in seguito all'operazione di acquisizione per indebitamento, sfrutta tali norme e tale principio ispiratore. L'art. 172, comma 7 del TUIR contiene disposizioni limitative al riporto delle perdite fiscali nelle fusioni.

Tali disposizioni, sono considerate antielusive e mirano ad evitare che le operazioni di fusione vengano attuate al solo scopo di recuperare eventuali perdite fiscali.

È consentito il riporto delle perdite per la parte che non eccede l'ammontare del patrimonio netto cosi come risultante dall'ultimo bilancio o, se inferiore a quest'ultimo, così come risultante dalla situazione patrimoniale, ex art. 2501 *quater* c.c.. La normativa non tiene conto dei versamenti e dei conferimenti fatti nei 24 mesi precedenti e la ratio è semplice il legislatore ha voluto evitare qualunque tentativo di aggirare il vincolo patrimoniale. Rilevanti sono gli indici di *vitalità economica*[35] della società in perdita. Essi condizionano fortemente il riporto delle perdite. L'ammontare dei ricavi e dei proventi dell'attività nonché, l'ammontare delle spese per prestazioni di lavoro subordinato con relativa contribuzione deve dal conto economico della fusione e dal conto economico dell'esercizio precedente, risultare superiore al 40% di quello risultante dalla media degli ultimi due esercizi.

L'unico problema che si pone dal punto di vista fiscale, è quello di comprendere se tali limitazioni previste dall'art. 172 TUIR, possano applicarsi anche alle società veicolo costituite appositamente per realizzare il *Merger Leveraged Buy-Out*.

La società neocostituita per l'operazione di *Merger Leveraged Buy-Out* presenta perdite fiscali a causa degli oneri finanziari legati all'operazione di finanziamento e a tutti i costi necessari per il compimento dell'intera operazione come ad esempio spese per consulenze legali, fiscali, commerciali, notarili ecc. questo avviene nella maggior parte dei casi.

Generalmente, inoltre, tale società non evidenzia costi relativi al personale né, tantomeno, ricavi per la gestione caratteristica. Secondo quanto previsto dall'art. 172 del TUIR la società veicolo con tali caratteristiche non supererebbe "*il test di vitalità economica"*.

[35] Per vitalità economica si intende uno di quei fattori che guida la gestione aziendale riguardo l'uso economicamente conveniente dei fattori produttivi. Esso comporta che la gestione d'impresa sia svolta in base ad un idea imprenditoriale valida rispettando il principio della convenienza. Il test di vitalità economica infatti è volto a verificare l'operatività o meno di una società evitando che una data operazione di fusione coinvolga società solo in virtù delle loro perdite.

Altro limite del patrimonio netto è il così detto "*requisito patrimoniale*": sottraendo infatti, dal valore del patrimonio netto i versamenti effettuati negli ultimi due anni e i conferimenti relati allo stesso periodo, il patrimonio della società risulta costituito solo da conferimenti eseguiti nella costituzione della società veicolo, relativi perciò, al periodo immediatamente precedente l'acquisizione (stesso anno dell'intervenuta fusione o frazione d'anno precedente se l'iter temporale, ex art. 2501 e ss. c.c., non permette il perfezionamento della fusione nello stesso anno).

La norma in questione, mira a contrastare il così detto fenomeno del commercio delle *"bare fiscali"*[36], che sono quelle società la cui unica ricchezza è rappresentata dalle perdite fiscali, poiché in esse con la fusione viene compensata in maniera intersoggettiva la perdita attraverso gli utili indisponibili dell'altra società. Pertanto, le "*bare fiscali"* sono società completamente prive di capacità produttiva. Non si può parlare invece di bare fiscali quando la società veicolo sia stata costituita appositamente per compiere l'operazione di *Merger Leveraged Buy-Out* così come previsto dell'art. 2501 *bis* c.c.. Quando infatti, le perdite derivino esclusivamente da oneri finanziari ed accessori relativi all'operazione di acquisizione per indebitamento, la società scaturita dalla fusione, attraverso un'istanza di interpello disapplicativo, ex art. 37 *bis*, comma 8, D.P.R. n. 600/73, può chiedere la disapplicazione dell'art. 172, comma 7 del TUIR e della disposizione antielusiva in esso contenuta.

Sarà la Direzione Regionale Delle Entrate, competente per domicilio fiscale, a valutare tale istanza indagando se effettivamente nel caso concreto vengano riscontrati effetti elusivi che invece l'art. 172 TUIR intende contrastare.

Secondo il diritto tributario italiano, nei gruppi societari le perdite fiscali possono essere utilizzate in maniera "*intersoggettiva"*[37] grazie all'opzione per la tassazione di gruppo, prevista dagli artt. 117 e ss. TUIR. Tale opzione per il consolidamento fiscale all'interno dell'operazione di acquisizione per indebitamento, permette alla società *veicolo* (in perdita) ed alla società *target* (in utile) per tre esercizi di compensare gli imponibili e solo successivamente attuare la fusione per incorporazione. Con la Circolare n. 9 del 9 marzo 2010, anche l'Agenzia delle Entrate si è pronunciata sulla disciplina di riporto delle perdite con particolare riferimento ai casi in cui le società dopo aver aderito al

[36]Per commercio delle bare fiscali si intende la pratica per la quale una società che possiede un utile elevato per abbattere questo risultato positivo e pagare meno imposte procede ad una fusione con una società solo in virtù del fatto che quest'ultima abbia invece un risultato economico negativo.

[37]Sono per l'appunto gli art 117 e ss. del TUIR che danno la possibilità nei gruppi societari di fare un uso intersoggettivo delle perdite fiscali attraverso l'opzione per il consolidamento.

consolidamento fiscale nazionale, operano aggregazioni aziendali. Ha stabilito che in caso di fusione e scissione di società che aderiscono al consolidamento fiscale, è necessario applicare una normativa che sia il frutto del coordinamento della disciplina propria del consolidamento stesso e delle operazioni straordinarie quindi, delle limitazioni antielusive, ex art. 172 del TUIR.

Per ciò che riguarda il consolidamento fiscale poi, è l'art. 118, comma 2 del TUIR che interviene stabilendo: "*che le perdite fiscali relative agli esercizi anteriori all'inizio della tassazione di gruppo possono essere utilizzate solo dalle società cui si riferiscono"* [38] pertanto, è previsto un limite di utilizzazione delle perdite fiscali in periodi precedenti all'ingresso del gruppo di società.

Nella sopraindicata Circolare, l'Agenzia delle Entrate chiarisce che nelle ipotesi in cui siano effettuate aggregazioni aziendali, non interruttive della tassazione di gruppo da parte di società aderenti al medesimo consolidamento fiscale, i limiti sul riporto delle perdite possono essere applicati solo alle perdite precedenti all'esercizio dell'opzione per il consolidamento. Sono quindi, escluse le perdite maturate negli esercizi in cui l'opzione era già valida. Il gruppo societario infatti, quando aderisce al consolidamento fiscale, determina un unico reddito complessivo globale, dato dalla somma algebrica dei redditi complessivi netti delle società partecipanti. Il vantaggio che ne deriva è quello di utilizzare immediatamente le perdite fiscali delle partecipanti in diminuzione dei redditi posseduti dalle altre società del gruppo.

Manovre elusive in questo caso mai potrebbero essere attuate e pertanto, come evidenziato dell'Agenzia delle Entrate: "*il ricorso all'operazione straordinaria non consente alcun vantaggio ulteriore in termini di recupero delle perdite conseguite in vigenza dell'opzione che le norme sul consolidamento già non consentano"*[39].

Resta salvo, in caso di operazione realizzata a ridosso delle cessazione del consolidamento o da parte della società che successivamente è uscita dal consolidamento, il potere di accertamento dell'Amministrazione Finanziaria, ex art. 37 *bis* del D.P.R. n. 600/73.

La ratio della riforma societaria mirava a legittimare il *Merger Leveraged Buy-Out* in maniera condizionata, solo cioè, in presenza di alcuni documenti di programmazione economico-finanziaria idonei a dimostrare la sostanza economico-imprenditoriale di tutta l'operazione.

[38] Cfr. Circolare n. 9 del 9 marzo 2010, dell'Agenzia delle Entrate.
[39] Idem.

In quest'ottica l'indebitamento si configura come strumento attuativo meritevole di tutela e pertanto, non violativo del dettato normativo civilistico.

Il *Merger Leveraged Buy-Out* schematicamente, prevede che alcuni fondi di *private equity* una volta individuata la *target* (generalmente società esercente attività industriale già operativa sul mercato dà più esercizi, produttiva di consistenti utili e pertanto, con potenziali prospettive reddituali future), possano costituire la *new.co.* Sarà quest'ultima a contrarre un debito con le banche per l'acquisizione del pacchetto azionario della società b*ersaglio*. Assunto il controllo della *target* si perfeziona la fusione per incorporazione della *bersaglio* nella *new.co,* rispettando i vincoli documentali così come previsti dall'art. 2501 *bis*. c.c.

È sempre la *new.co* in questo schema a sostenere *medio tempore* gli interessi passivi mentre la società scaturita dalla fusione vanta un ammontare di perdite fiscali da spendere e solo attraverso un'istanza di interpello presentata all'Amministrazione finanziaria, ai sensi e per gli effetti dell'art. 37 *bis,* comma 8, D.P.R. n. 600/1973, chiede la disapplicazione delle disposizioni antielusive previste dall'art. 172, comma 7 del TUIR. Tale ultima disposizione, come già anticipato, consente di portare in diminuzione dal reddito della società scaturita dalla fusione, le perdite maturate dalle società partecipanti. Alcuni limiti sono previsti però e già in precedenza sono stati enunciati, relativamente alle perdite e al loro ammontare.

Secondo la dottrina, la ratio della norma è evitare fusioni prive di ragioni economiche, sorrette unicamente dal obiettivo di spendere perdite pregresse di altri, comprimendo così la base imponibile della società frutto della fusione stessa per le imposte dirette[40].

È questa una disposizione antielusiva specifica che contrasta, come detto il commercio delle *bare fiscali* da parte di società prive di potenzialità imprenditoriale, il cui unico valore aggiunto, sono le perdite fiscali accumulate.

È necessario inoltre, ricordare che il possesso di perdite fiscali pregresse è condizione necessaria ma, non sufficiente, per qualificare una società come *bara fiscale*; ragione questa che ha indotto il legislatore ad inserire un ulteriore filtro costituito dal superamento del "*test di vitalità*" secondo i limiti quantitativi del 40% di cui all'art. 2425 c.c., come precedentemente esplicato[41].

[40] Cfr. L'indagine L. E. K. effettuata su operazioni di *Leveraged buy-out* compiute in Italia dal 2000-2008.

[41] Sono i limiti quantitativi del 40% a cui fa riferimento l'art 2425 c.c. L'ammontare dei ricavi e dei proventi dell'attività nonché, l'ammontare delle spese per prestazioni di lavoro subordinato con relativa contribuzione deve dal conto economico della fusione e dal conto economico dell'esercizio precedente, risultare superiore al 40% di quello risultante dalla media degli ultimi due esercizi.

Anche quando questi parametri non rendano l'indagine fiscale sulla società chiara è necessario valutare altri elementi indicativi delle perdite maturate e della potenzialità imprenditoriale.

Le "*bare fiscali"* ricorrono come fattispecie anche quando le perdite fiscali maturate derivino da attività economica dismessa, quindi da società non più operativa.

Anche l'Amministrazione Finanziaria in passato si è pronunciata sulla questione con la Risoluzione Ministeriale del 29 ottobre 2002 n. 337/E affermando:" la *ratio della disposizione in esame è quella di contrastare la realizzazione di fusioni con società prive di capacità produttiva poste in essere al solo fine di utilizzare le perdite delle società interessate. In sostanza, si vuole evitare il commercio delle così dette bare fiscali, individuate indirettamente attraverso il richiamo dei parametri di vitalità economica. Occorre pertanto verificare se nel caso in cui manchino oggettivamente i parametri di cui al citato comma 5, sia possibile desumere la vitalità aziendale da altri fattori".*

Pertanto, ai sensi dell'art. 172, comma 7 del TUIR molti sono gli elementi per valutare la concreta operatività della società su cui gravano le perdite. Uno di questi indici ben potrebbe essere la "*potenzialità economica*" di una società. Quando infatti, la *new.co* viene costituita con lo scopo specifico di fungere da contenitore per l'acquisto della società *bersaglio*, non può esserci alcuna perdita di potenzialità economica, né può esserci depauperamento operativo ed industriale, soprattutto, se la *new.co* è di recente costituzione.

Anche nel merito l'Amministrazione Finanziaria si è pronunciata sostenendo che: *"va da sé che quando la società è neocostituita non può essersi depotenziata rispetto ad un passato in cui ancora non esisteva".*[42]

La possibilità di usufruire di vantaggi economici e finanziari derivanti dallo sfruttamento della leva finanziaria da parte di chi pone in essere operazioni di *Leveraged Buy-Out*, ha indotto il legislatore, come già spiegato, ad indagare sotto la lente della normativa antielusiva tale operazione straordinaria. Prima della riforma fiscale, infatti, la fusione deliberata nel corso di un'operazione di *Merger Leveraged Buy-Out*, garantiva la possibilità di usufruire dell'applicazione di norme tributarie disciplinanti questa operazione straordinaria, così da poter ottenere rilevanti vantaggi fiscali. Pertanto, fiscalmente il *Merger Leveraged Buy-Out* risultava molto appetibile, ciò perché la società incorporante poteva ottenere la deducibilità degli interessi passivi connessi al

[42]Cfr. DRE EMILIA ROMAGNA,12 dicembre 2003, prot. n. 7785; G. ZIZZO," *Le vicende straordinarie"* p.582; Risoluzione Ministeriale del 29 ottobre del 2002, n. 337\E.

finanziamento ottenuto per l'operazione di acquisizione della *bersaglio,* e poteva dedurre dalla base imponibile, le quote di ammortamento calcolate sui maggiori valori iscritti in bilancio.

Il legislatore nel 2003 ha notevolmente modificato il regime fiscale applicabile a queste operazioni straordinarie, riducendone i vantaggi fiscali in maniera consistente. Anche questa normativa recentemente ha subito ulteriori modifiche legislative, tra cui l'allineamento del trattamento fiscale dei conferimenti di azienda per le operazioni di fusione e scissione alle quali si applica comunque, il principio di neutralità fiscale ed il medesimo regime di affrancamento dei maggiori valori iscritti. Immutato è rimasto il regime della *pex*[43], ed è stata poi reinserita la possibilità di rivalutazioni sia mediante pagamento di imposte sostitutive che gratuitamente, dei maggiori valori iscritti a seguito di operazione di aggregazione sociale. Il *Merger Leveraged Buy-Out* a prescindere dalla posizione presa dal legislatore in favore della sua legittimità o meno rimane comunque soggetta alle disposizioni di cui all'art. 37 *bis* del D.P.R 2 settembre 1973, n. 600.

Ne consegue, che in presenza di valide ragioni economiche che giustifichino l'intera operazione sotto il profilo fiscale tale normativa trova ampia applicazione. Questo perché può succedere che la società interessata all'operazione di *Merger Leveraged Buy-Out* pone in essere la fusione successivamente all'acquisizione per indebitamento con l'unico obbiettivo di aggirare la normativa fiscalmente prevista utilizzando strumenti volti ad ottenere non vantaggi di natura economica ma indebito abbattimento del reddito fiscale. Il comportamento elusivo, come si spiegherà più avanti, è diretto nella sostanza ad aggirare norme imperative al fine di ottenere vantaggi non dovuti e quindi illegittimi, questo pur nel rispetto formale delle norme fiscali. Diverso è il caso in cui al contribuente sia offerta una molteplicità di alternative legittime e questo utilizzi invece quella tra le più opzioni che, gli consenta un maggior risparmio d'imposta, scelta questa non sorretta da valide ragioni economiche e quindi non giustificata [44].

[43] Sono le *Participation exemption* che indicano la parziale esenzione fiscale delle plusvalenze che sono realizzate dall'attività d'impresa. Sono state inserite nell'ordinamento italiano dalla riforma Tremonti per evitare l'inutile duplicazione di tassazione del reddito prodotto dalla società ed in capo al partecipante quando si realizza la plusvalenza.

[44] Cfr. Tribunale Milano,13 maggio 1999, in "Giur. It." 1999, 2105; Tribunale Milano 25 gennaio 2001, Ivi ,2001,761; Tribunale Torino 28 giugno 2001.

3.2 La deducibilità degli interessi

Nelle operazioni di *Leveraged Buy-Out* gli istituti di credito rivestono una posizione importante poiché sarà grazie agli interventi di questi ultimi che la stessa potrà perfezionarsi. Da qui l'importanza dal punto di vista fiscale degli interessi passivi. E' la problematica connessa alla deducibilità di questi ultimi che deve essere affrontata.

L'art. 109, comma 5 del TUIR cosi definisce: "*le spese e gli altri componenti negativi diversi dagli interessi passivi tranne gli oneri fiscali contributivi e di utilità sociale sono deducibili se e nella misura in cui si riferiscono ad attività o beni da cui derivano ricavi o altri proventi che concorrono a formare il reddito o che non vi concorrono in quanto esclusi. Se si riferiscono indistintamente ad attività o beni produttivi di proventi computabili e ad attività o beni produttivi di proventi non computabili in quanto esenti nella determinazione del reddito sono deducibili per la parte corrispondente al rapporto tra l'ammontare dei ricavi e altri proventi che concorrono a formare il reddito d'impresa o che non vi concorrono in quanto esclusi e l'ammontare complessivo di tutti i ricavi e proventi…".*

La norma ha generato dibattiti relativamente alla sua espressione "*diversi dagli interessi passivi".* Questo perché tali interessi passivi sembravo sfuggire al sindacato d'inerenza. In realtà, l'art.109, comma 5 del TUIR, escludendo dal novero dei costi gli interessi passivi, non esclude per essi il giudizio di inerenza ma, comporta per gli stessi l'applicabilità dell'art. 96 del TUIR, contenente una disciplina del tutto autonoma[45].

Il principio di inerenza è considerato principio generale del nostro ordinamento giuridico insito nella disciplina del reddito d'impresa [46]. Quest'ultimo non va ricercato in una norma specifica del TUIR ma, la sua fonte va riscontrata nella disciplina del reddito d'impresa. È il collegamento che necessariamente deve esserci tra l'attività esercitata ed un componente economico. Per tali ragioni il principio di inerenza discende direttamente da l'imposizione del reddito e dalla sua logica senza bisogno di specifiche disposizioni normative che lo regolamentino.

Per controllo di inerenza si intende il controllo dell'inerenza del debito a cui gli interessi si riferiscono. La deducibilità degli interessi passivi è possibile solo dopo aver superato

---

[45] Cfr. ZIZZO, "*Il Reddito d'impresa*", FALSITTA, "*Manuale di diritto tributario*", STEVANATO ,"*Dialoghi tributari"* n. 6 del 2008.

[46] Cfr. D. STEVANATO, R. LUPI," Passi *in avanti sull'inerenza degli interessi passivi",* in "*Dialoghi Tributari"* n. 6 del 2008; R. LUPI,*" Limiti alla deduzione degli interessi e concetto generale di inerenza",* in *"Corriere Tributario*" n. 10/2008; C. ATTARDI, "*Reddito d'impresa: interessi passivi ed inerenza. Note a margine del disegno di legge Finanziaria 2008"*, in "Il Fisco" n. 40/2007.

il "*test di inerenza*". Anche la Legge finanziaria del 2008 ha sancito la necessità di un controllo di inerenza ricostruendo completamente l'art. 96 del TUIR e abrogando contemporaneamente l'art. 98 sulla deducibilità degli interessi attraverso la *Thin Capilization*[47] e l'art .97 sul *pro-rata* patrimoniale[48]. Tale disposizione ha integralmente modificato le regole sulla deducibilità degli interessi passivi in materia IRES ancorando quest'ultima al Risultato Operativo Lordo (ROL). Così gli interessi passivi e gli oneri assimilati del conto economico sono deducibili fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilabili ad essi, sempre risultanti dal conto economico. Questa è la quota deducibile e l'eventuale eccedenza rispetto ad essa può essere dedotta solo per un importo che non sia superiore al 30% del ROL[49] della gestione caratteristica.

Gli interessi passivi possono essere dedotti nei periodi di imposta successivi, nel limite di eccedenza del ROL formatosi anno per anno, quando non sia possibile dedurli in un esercizio a causa dell'incapienza del 30% del ROL e questo, solo se tale percentuale risultasse superiore all'importo degli interessi passivi di quel periodo e dopo aver dedotto la quota deducibile, quindi, pari agli interessi attivi e proventi ad essi assibilabili.

La disciplina contenuta in tale normativa ed il meccanismo di deduzione appena spiegato si applica anche alle società che possiedono partecipazioni in società che non esercitano attività creditizia e finanziaria quindi, la normativa in questione per espressa previsione legislativa, si applica anche in caso di operazioni di ristrutturazione aziendale e finanziaria, quindi anche alle *new.co.*

Appare evidente, che riformando il sistema di deducibilità degli interessi passivi, le operazioni di *Leveraged Buy-Out* sono state scoraggiate. Questo perché nei primi anni successivi all'acquisto, periodo in cui maggiori sono le difficoltà finanziarie, operative ed economiche che la società deve affrontare risulta impossibile dedurre gli interessi passivi. Come già detto, le recenti modifiche sul sistema di deducibilità degli interessi passivi, con l'eliminazione del *pro-rata patrimoniale* e della *Thin capitalization*, hanno portato la

---

[47] Detta anche "capitalizzazione sottile" essa consiste nella sottocapitalizzazione di una società rispetto all'attività d'impresa esercitata e nel suo contestuale finanziamento con apporto di capitale di credito da parte dei soci qualificati.

[48] Il pro-rata patrimoniale è un nuovo strumento introdotto con la riforma fiscale per limitare la possibilità da parte del socio di finanziare direttamente la propria società e incentivare, invece, la capitalizzazione diretta; infatti, a certe condizioni, gli interessi che la società paga ai soci, se oltrepassano certi limiti, non sono più deducibili.

[49] Nell'ambito della nuova normativa sulla deducibilità degli interessi passivi in materia IRES viene anche definito il concetto di ROL che deve essere utilizzato per l'applicazione di questa disposizione specifica. Il ROL da utilizzare per il calcolo del 30% necessario per determinare la quota deducibile degli interessi passivi deve essere calcolato secondo quanto disposto dall'art 2425 c.c. e, pertanto, calcolando la differenza tra il valore della produzione ed i costi della produzione al netto degli ammortamenti dei beni materiali ed immateriali e dei canoni di leasing dei beni strumentali comprensivi dei relativi oneri.

formazione di un nuovo sistema basato su un meccanismo di confronto tra il costo dell'indebitamento netto e il risultato operativo lordo della gestione caratteristica, cosi come risultante da bilancio d'esercizio. Tale mutamento è andato ad incidere fortemente sull'appetibilità delle operazioni di *Leveraged Buy-Out*.

In sintesi, gli interessi passivi a netto degli interessi attivi sono deducibili entro il 30% del risultato operativo della gestione caratteristica così come risultante dal bilancio di esercizio, il tutto al lordo degli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali ed immateriali oltre che ai canoni di locazione finanziaria. Il legislatore intervenendo sulla normativa, cosi come appena descritto, è andato ad incidere fortemente sulla concreta possibilità di utilizzazione di tali operazioni finanziarie. Infatti, se da una parte gli interventi normativi hanno reso più appetibile l'operazione di *Leverage Buy-Out* in materia di aggregazione aziendale, dall'altra mutando il sistema di deducibilità degli interessi ai fini IRES, fiscalmente ha reso meno attraente l'operazione di *Merger Leverage Buy-Out*. Il riconoscimento giuridico di tale ultima operazione anche relativamente alla "*Finacial Assistance"* di cui al D.lgs. n.142/2008, non rende immune l'operazione da eventuali disappunti e le critiche maggiori sono quelle relative all'abuso strumentale per il conseguimento di risparmio fiscale su sui anche la Suprema Corte si è pronunciata rapportando ai principi comunitari [50] la qualificazione giuridica del carattere abusivo dell'operazione di *Leverage Buy-Out* infragruppo[51].

[50] Cfr. Corte di Giustizia CEE 17 luglio 1997, causa C-28/95, Leur /Bloem in "Boll. Trib. on line".

[51] Cfr. Cass. Sez. Trib. del 21 gennaio 2011, n 1372. Con tale pronuncia la suprema corte ha affermato che:" l'esercizio *di libertà e di diritti fondamentali riconosciuti dalla Costituzione e dal Trattato sul Unione Europea e segnatamente la libertà di scelta delle forme societarie più consone per il raggiungimento dell'obbiettivo imprenditoriale essere limitato per ragioni fiscali. Il sindacato dell'Amministrazione*
Finanziaria non può spingersi sino ad imporre una misura di ristrutturazione diversa tra quelle giuridicamente possibili solo perché tale misura crebbe comportato un maggior carico fiscale. In tema di operazioni di ristrutturazione aziendale la presenza, pertanto, di ragioni economiche marginali o non determinanti non esclude il carattere abusivo dell'operazione. Incombe tuttavia sull'Amministrazione Finanziaria l'onere di motivare anche nell'atto impositivo perché la forma giuridica o il complesso di forme giuridiche impegnate abbia carattere anomalo o inadeguato rispetto all'operazione economica intrapresa, mentre è onere del contribuente provare l'esistenza di un contenuto economico dell'operazione diverso dal mero risparmio fiscale.

3.3 Quando l'operazione di *Leveraged Buy-Out* configura un disegno elusivo

Fino ad ora si è evidenziato che l'operazione di *Leveraged Buy-Out* può essere considerata legittima solo quando finalizzata a realizzare un programma imprenditoriale concreto sulla base di un pieno coinvolgimento di società operative sul mercato, legittimità questa subordinata all'adempimento di tutta una serie di obblighi diretti ad evidenziare la presenza di un sub-strato economico solido in tutta l'operazione. Il Codice Civile, in particolare, prevede per gli amministratori l'obbligo di indicare le ragioni poste a fondamento dell'operazione nonché descrivere in maniera dettagliata gli obbiettivi da raggiungere. Le valide ragioni economiche ed un preciso programma imprenditoriale sono il fondamento della legittimità del *Leveraged Buy-Out*.

Una volta riconosciuta piena valenza dal punto di vista civilistico all'operazione e la sua conformità a quanto disposto dall'art. 2501 *bis* c.c. relativamente alle ragioni economiche che devono supportarla, quest'ultime devono essere valutate anche fiscalmente. Infatti, ai sensi e per gli effetti dell'art. 37 *bis* del D.P.R. n.600/1973, da un punto di vista fiscale l'Amministrazione Finanziaria in assenza di valide ragioni economiche, può disconoscere tale operazione. Secondo questa impostazione normativa, gli atti i fatti e i negozi anche collegati fra di loro contemporaneamente diretti ad aggirare norme tributarie, volti ad ottenere una riduzione del carico fiscale, nonché motivi di valide ragioni economiche, sono inopponibili all'Amministrazione Finanziaria.

È elusiva l'operazione di *Leveraged Buy-Out* che sia stata eseguita al solo scopo di abbattere il reddito imponibile della società operativa, utilizzando come strumento gli interessi passivi dei prestiti ottenuti per il finanziamento. Ancora l'operazione può considerarsi elusiva, quando c'è perfetta identità tra i soci della *target* o *bersaglio* e quelli della *new.co*. Sul punto si è pronunciata la Direzione Regionale della Lombardia in seguito ad un interpello disapplicativo, ex art. 37 *bis* D.P.R n. 600/1973, presentato da un contribuente nel 2009, sul quale ha espressamente definito che:" *quando il finanziamento per l'acquisizione viene erogato da un istituto di credito e non da soci, quando la fusione e strumentale al rimborso del debito e viene utilizzata la liquidità prodotta dalla target, o quando l'acquisto di quest'ultima avviene tra soggetti che sono giuridicamente indipendenti, l'operazione di Merger Leveraged Buy-Out non può rappresentare disegno elusivo"*. Ciò perché il fatto che l'operazione si perfezioni tra soggetti non collegati che il finanziamento sia erogato da banche, consente di definire che l'operazione di *Leveraged Buy-Out* non abbia come obbiettivo la conversione di

dividendi in interessi passivi. Infatti, gli utili prodotti dalla *target* trasferiti ai soci, sono interessi passivi ad essi corrisposti per il finanziamento erogato e non dividendi. Sono interessi passivi questi, che la società può dedurre come già spiegato. La Direzione Regionale nel pronunciarsi in siffatta materia si è sostituita al Comitato Antielusivo, oggi non più esistente, organo che forniva pareri in materia di applicabilità dell'art. 37 *bis* D.P.R. 29 settembre 1973 n. 600. La Direzione Regionale si è concentrata sulla presenta o meno di valide ragioni economiche, trascurando il fatto che debbono sussistere altri elementi affinché la fattispecie possa configurarsi come elusiva in particolare, l'ottenimento di risparmio fiscale non approvato dal sistema e la violazione di divieti tributari.

Pertanto, negare l'esistenza di valide ragioni economiche secondo la Direzione Regionale vorrebbe dire non considerare l'operatività ordinaria dei fondi di *private equity*. L'acquisizione per indebitamento e la fusione, che ne consegue rappresentano lo schema tipico dei fondi di investimento la cui attività, come ben noto. Si sostanzia nell'effettuazione di investimenti in capitale d'impresa dotate di segno positivo in materia di potenzialità industriale ed imprenditoriale, in sostanza dotate di una redditività crescente. Nella fattispecie oggetto di valutazione da parte della Direzione Regionale oltre all'evidente sostanza economica dell'operazione, non ci sono indici che la facciano configurare come elusiva. Infatti, l'acquisto di partecipazioni e la successiva vendita di queste rappresenta la tipica attività dei fondi di investimento mobiliare. Paradossale sarebbe disconoscere valide ragioni economiche a questo tipo di operazione poiché si rischierebbe, in tale senso, di svuotare la tipica natura economica e finanziaria degli stessi fondi. Inoltre, il finanziamento da parte della *new.co* nei fondi di investimento è operazione necessaria. Ciò perché per i fondi non speculativi sono applicabili le limitazioni all'indebitamento diretto, definite dalla Banca d'Italia[52]. In tal modo i fondi non speculativi non avrebbero potuto assumere direttamente il debito in maniera adeguata al compimento delle operazioni programmate altrimenti, avrebbero violato le regole procedurali imposte dalla Banca d'Italia. Inoltre, la fusione della *contenitore* con la *bersaglio* rappresenta passaggio conclusivo cruciale per tutta l'operazione poiché è grazie ad essa che il prestito acceso trova collocazione. Quando il debito resta collocato tra le passività della società *new.co* sono i dividendi erogati dalla partecipata a rimborsarlo, poiché la stessa non è in grado con la propria attività operativa di generare *cash flow*

[52] Cfr. Regolamento della Banca D'Italia del 14 aprile 2005, il quale pone i fondi speculativi un limite massimo di indebitamento pari al 10 % del valore complessivo netto dello stesso fondo.

sufficiente per la soddisfazione del debito. Questa condizione da un punto di vista finanziario, per l'istituto di credito che ha concesso il finanziamento non rappresenta adeguata garanzia di rimborso. Tale rimborso è ancorato alla distribuzione di dividendi della *target* (quindi ad un momento successivo rispetto a quando la *target* genera utili) e come più volte evidenziato, l'operazione di *Leveraged Buy-Out* è sostenuta dai flussi generati dalla società acquisita idonei a ripagare il debito assunto per tutta l'operazione di acquisto. Questo aspetto sarà fondamentale per la redazione dei documenti oggi richiesti dalla nuova normativa in vigore.

È chiaro però, che i flussi finanziari positivi non si accompagnano ad utili distribuibili di pari entità poiché, esistono elementi economici quali ad esempio gli ammortamenti che non hanno un risvolto fiscale.

In sintesi, utili distribuibili e flussi di cassa non sono elementi che coincidono e l'interesse dei finanziatori riguarderà essenzialmente il *cash flow*. Non solo, il soggetto finanziatore per avere maggiori garanzie da parte di chi deve rimborsare il debito, successivamente alla fusione, può iscrivere le garanzie sui beni di primo grado ossia sugli *assets*. Nel contratto di finanziamento vengono poi inserite apposite clausole che sono finalizzate a garantire l'effettiva fusione tra la *new.co* e la *target*. Pertanto, in questa prospettiva per il soggetto finanziatore, la fusione della *new.co* con la *target* rappresenta operazione fondamentale poiché solo così l'attività che genera *cash flow* sarà portata sullo stesso piano in cui è posto il debito, una sorta di equilibrio volto ad ottenere le adeguate garanzie per il rimborso di quanto concesso. Così descritti gli atti negoziali che si susseguono non posso essere connotati da caratteristiche di elusività. Il carattere elusivo del programma vale tanto per l'operazione considerata nella sua totalità che, per le singole fasi che la compongono. Non va dimenticato inoltre, che la fusione incorporando una società nell'altra produce naturalmente una compressione dei costi che è strettamente legata al buon funzionamento degli organi sociali e di tutto l'apparato organizzativo ed amministrativo della società che viene incorporata.

Il fine lucrativo che è insito in tutte le strutture societarie se pur implementato attraverso il contenimento dei costi, non può rappresentare fondamento di un programma elusivo e tutti gli elementi che fino a questo punto sono stati considerati, non possono essere censurati sotto il vaglio dell'elusività.

In sintesi, nel caso in cui venga posta in essere un operazione elusiva, l'Amministrazione Finanziaria potrà eliminare il danno economico causato al fisco attraverso il recupero di indebiti vantaggi tributari conseguiti al netto dell'imposte pagate in minor misura nel

momento in cui si è perfezionato il comportamento antigiuridico. L'Amministrazione Finanziaria non può però cancellare in alcun modo gli effetti giuridici di tale operazione. In conclusione, affinché l'operazione di *Leveraged Buy-Out* possa essere considerata legittima e non finalizzata alla realizzazione di un piano elusivo, è necessario che il trasferimento del debito non sia l'obbiettivo principale di tutta l'operazione ma, lo strumento utilizzato per la realizzazione di una riorganizzazione societaria sorretta da concrete esigenze di natura imprenditoriale e da valide ragioni economiche. Solo seguendo questo schema il *Leveraged Buy-Out* se rispettoso degli obblighi normativi rigorosamente previsti dalla disciplina prevista, può considerarsi legittimo.

Capitolo 4

Il Leveraged Buy-Out in Italia

Nelle pagine che seguono l'attenzione si concentra sull'attività di *Leveraged Buy-Out* svolta dagli operatori in Italia. Dopo aver analizzato nei capitoli precedenti la struttura propria dell'operazione e delle ragioni che hanno portato alla sua nascita, è necessario ora spiegare come tale operazione si sia evoluta nel sistema economico-giuridico italiano. In particolare, si analizzeranno gli ostacoli incontrati dagli operatori nell'attuare operazioni di *Leveraged Buy-Out* dando spazio anche all'inquadramento dei soggetti che sono coinvolti nell'acquisizione per indebitamento.

4.1 Nascita, sviluppo ed affermazione del *Leveraged Buy-Out* sul mercato italiano

La nascita del *Leveraged Buy-Out* è avvenuta negli Stati Uniti d'America e solo una decina di anni, dopo tali operazioni si sono diffuse in Europa ed in Italia. Lo sviluppo del *Leveraged Buy-Out* americano raggiunse in pochissimi anni livelli altissimi, percentuali a cui l'Italia in alcun modo poteva aspirare. Questo per quanto riguarda la crescita di tali operazioni in senso assoluto.

L'evoluzione invece, del *Leveraged Buy-Out* in termini relativi, presentava molte similitudini tra Italia e Stati Uniti d'America, evoluzione misurabile in termini di aumento sia per numero di operazioni che per dimensioni.

Inizialmente in Italia il *Leveraged Buy-Out* trovò non pochi ostacoli: problemi economici e culturali determinanti per lo sviluppo di questa operazione ed altre di natura finanziaria, un forte arretramento del sistema finanziario e bancario rispetto a mercati considerati più flessibili come quello francese, anglosassone, tedesco e statunitense. Negli anni '80, periodo in cui si diffuse il *Leveraged Buy-Out* in Italia, il nostro sistema non risultava ancora maturo poiché, mancavano in esso soggetti che potessero avere le caratteristiche dei fondi di *private equity* nonché, la completa assenza di strumenti di debito facilmente liquidabili[53], che sono stati invece determinanti per il mercato statunitense. Fu lo Stato ad ostacolare l'emissione di tali titoli al fine di esercitare uno stringente controllo sull'intero sistema bancario e finanziario nonché, dei tassi d'interesse. Lo Stato attraverso questa tipologia di controllo aveva la possibilità di collocare in maniera più semplice le proprie obbligazioni necessarie per supportare l'elevato debito pubblico dell'Italia. L'emissione di questi strumenti di debito facilmente liquidabili fu ostacolata anche dalla mancanza di fiducia del nostro sistema verso i mercati finanziari.

Per tali ragioni varie sono state le alternative utilizzate per finanziare le operazioni di *Leveraged Buy-Out* la prima fu quella di utilizzare il finanziamento derivante da società finanziarie private, banche d'investimento ed istituti di credito mobiliare. Questi ultimi , si fecero carico non solo dei proventi derivanti da tali operazioni ma, dei rischi che le stesse comportavano. Fu l'elevata frammentazione del sistema bancario e degli operatori del settore oltre ad un equilibrata concorrenza che spinse gli operatori stessi ad attuare diverse operazioni, ricercando nuovi profitti. Così come allora, il sistema bancario

[53]In tale contesto lo strumento di debito facilmente liquidabile sarebbe l'obbligazione ad alto rendimento: Junk bonds. Quest'ultimo presenta un elevato livello di rischio ed è un titolo che viene emesso da società che pur di recuperare liquidità pagano elevati tassi di interesse. L'elevato indebitamento della società emittente può spingere al fallimento della stessa.

italiano non si presenta completamente idoneo a finanziare le operazioni di *Leveraged Buy-Out*. Preferendo investire in operazioni con grado di rischiosità inferiore. Era necessario un cambiamento nel rapporto tra banca ed impresa proprio perché è l'istituto di credito a svolgere un ruolo determinante nel *Leveraged Buy-Out.*

Anche l'atteggiamento chiuso degli operatori del settore del management e degli azionisti delle società *target* ha rappresentato l'altro principale ostacolo per lo sviluppo del *Leveraged Buy-Out* in Italia. Non esistevano nel nostro sistema casi concreti da prendere a modello, gli unici esempi erano rappresentati dalle operazioni negli altri paesi.

Il problema era sostanzialmente che negli altri stati tali operazioni erano favorite da una situazione giuridico, economico, finanziaria ottimale che ne favoriva la crescita e lo sviluppo.[54]

Anche il mercato borsistico svolge un ruolo fondamentale nella fase del disinvestimento per le operazioni di *Leveraged Buy-Out*, ma in Italia in quegli anni presentava dimensioni ridotte rispetto ad altri paesi europei. Questo rafforzò l'idea di intervenire maggiormente sulle aziende di medie dimensioni per poi ottenere profitto attraverso la liquidazione di operazioni sul mercato borsistico.

Facilmente si comprende che lo sviluppo della Borsa italiana degli anni '80 e '90 abbia facilitato l'esecuzione delle operazioni di *Leveraged Buy-Out* nonché, la nascita e lo sviluppo di fondi comuni di investimento come quelli gestiti dai *private equity*. Elemento ulteriore che ostacolò la diffusione del *Leveraged Buy-Out* in Italia fu la struttura propria delle aziende italiane ed in particolare, dell'assetto proprietario che queste assunsero negli anni '80 e '90. Purtroppo, questa caratteristica contraddistingue ancora oggi le aziende italiane. Questo spiega perché il nostro sistema economico era ed è ancora tutt'oggi formato da numerosissime aziende di medie e piccole dimensioni che conseguentemente, non possono essere quotate in borsa. Pertanto, in Italia né il sistema bancario, né tantomeno il mercato borsistico erano sufficientemente pronti per accogliere il *Leveraged Buy-Out.*

La quotazione in borsa in quegli anni infatti rappresentava in America il principale *why-out* per gli investitori in *eqiuty* attraverso il quale, era possibile il trasferimento di proprietà a soggetti che presentavano maggiore sicurezza finanziaria e gestionale idonea a garantire continuità nell'attività d'impresa svolta. Nonostante le difficoltà incontrate in Italia il *Leveraged Buy-Out* non arresto completamente il suo sviluppo. Infatti, si può pacificamente affermare che questa tecnica finanziaria in Italia fu meno esasperata che

[54] Come ad esempio le S.B.I.C. americane e i Veicoli inglesi introdotti nel 1997.

negli altri paesi e ciò provocò un'acquisizione da parte di soggetti interessati che non aveva solo fini speculativi a livello finanziario ma anche un attenzione particolare alla crescita ed allo sviluppo della *target* nell'ottica del medio-lungo periodo.

Essendo queste operazioni complesse esse vanno a toccare vari aspetti di un intero sistema quello fiscale, quello commerciale, quello civile, quello tributario, quello legale e quello penale.

Dal punto di vista giuridico continua è stata l'evoluzione in materia di *Leveraged Buy-Out*. Tale sviluppo ha permesso sia una crescita qualitativa che quantitativa degli operatori del settore. Fin dall'inizio il contesto normativo nel quale potevano essere inserite tali operazioni si presentava positivo pure in assenza di una specifica regolamentazione in merito. Quando negli anni '80 si affacciarono le operazioni di *Leveraged Buy-Out* in Italia il sistema bancario era regolamentato in maniera specifica e questo comportò l'esclusione degli istituti di credito dalle prime operazioni.

I primi operatori furono finanziatori privati, così detti *private equity*, ed in particolar modo gli investitori internazionali furono i primi che impegnarono il proprio capitale nelle imprese di medie dimensioni, con lo scopo di avere libero accesso al mercato italiano. Solo con la deregolamentazione degli anni '80 '90, le banche poterono intraprendere tali operazioni creando società ad hoc o specifiche divisioni interne. L'ingresso delle banche nel sistema del *Leveraged Buy-Out* diede un grosso impulso al mercato italiano fortemente influenzato da tali operazioni. Nel maggio del 1986 venne costituita l'Associazione Italiana del *private equity* e *Venture capital* (A.I.F.I.) questa sancì la nascita degli investitori in capitale di rischio. Tale associazione fu creata con lo scopo di coordinare e sviluppare tali investitori nelle sedi istituzionali sviluppando le loro attività sul mercato italiano. Oggi gli associati sono: società finanziarie di partecipazione, advisory companies di fondi chiusi internazionali, società di gestione di fondi chiusi italiani, banche italiane ed internazionali aventi una sezione dedicata ai *private equity*, società pubbliche dedite allo sviluppo di attività imprenditoriali e società finanziarie regionali.

Ad essi vanno aggiunti gli associati in qualità di membri aderenti, gli enti le associazioni studi professionali, gli istituti di ricerca e le società di revisione e consulenza interessati allo sviluppo del mercato italiano del capitale di rischio.

Sin dalla sua nascita l'A.I.F.I comprese che il *Leveraged Buy-Out* poteva rappresentare l'occasione per ottenere benefici finanziari, fiscali, strategici, industriali ed organizzativi nonché, rappresentare il canale sul quale poter distribuire il capitale di rischio. Grazie ad

un miglioramento delle performance aziendali, un miglioramento dei flussi economici ed un rafforzamento del mercato mobiliare, le operazioni di *Leveraged Buy-Out* iniziarono a rappresentare lo strumento principale di crescita aziendale. In tale prospettiva giocò un ruolo fondamentale la struttura aziendale. La presenza di molte aziende di piccole e medie dimensioni e soprattutto, di proprietà familiare, in buone condizioni economiche propense allo sviluppo, ha facilitato l'ingresso di investitori e di operazioni di acquisizione per indebitamento. La particolarità sta nel fatto che le imprese familiari nascevano in passato e nascono ancora oggi, sull'idea l'imprenditore può per una serie indeterminata di fattori non essere più in grado di sfruttare a pieno la sua attività. I fattori che possono influire sulla sua capacità imprenditoriale possono essere difficoltà interne all'azienda derivanti da contrasti familiari causati da cambi generazionali che possono influire negativamente sull'impresa nonché, fattori esterni derivanti da una maggiore competitività a livello internazionale che richiederebbero la presenza sul mercato o di grandi dimensioni o di alleanze[55]. Pertanto, in Italia il *Leveraged Buy-Out* rappresentava una soluzione a molteplici problematiche poiché, ha permesso a molte aziende di sfruttare globalmente le proprie potenzialità grazie al trasferimento di proprietà verso altri soggetti.

Ciò ha concesso a nuovi management altamente professionali, di inserirsi in tali contesti, pur in assenza di propri mezzi finanziari necessari per la classica acquisizione. Anche la privatizzazione[56] avvenuta negli anni '90 ha dato grosso impulso al *Leveraged Buy-Out* sul nostro territorio. Nei casi in cui intervenne la privatizzazione i manager che avevano intuito la possibilità di ricoprire loro stessi un ruolo imprenditoriale, si impegnarono a migliorare e rendere più efficiente la gestione dell'impresa rispetto a quanto aveva fatto già lo Stato.

Alla luce di quanto esposto, si può riassumere che le operazioni di *Leveraged Buy-Out* sono nate in Italia per risolvere il problema della successione aziendale e manageriale indipendentemente dal fatto che questa potesse essere pubblica o familiare nonché, rendere più solida sul mercato internazionale la società.

Ci fu in seguito una riduzione di tali operazioni da parte delle banche, delle società finanziarie e dei fondi chiusi di matrice industriale italiani. Per le banche fu la crisi di liquidità ad imporre un taglio nell'erogazione di capitale. Per gli investitori privati invece, oltre alle difficoltà sorte nella possibilità di recepire capitale di debito, si mostrò una

[55] Le alleanze fra più aziende davano vita ai distretti industriali.
[56] Negli anni '90 le azioni di molte aziende pubbliche sono state vendute a soggetti privati.

crescente tendenza per le stesse ad inserirsi nel sistema di start-up a netto discapito delle operazioni di *Leveraged Buy-Out*.

Negli anni '90 i principali operatori di *Leveraged Buy-Out* furono i fondi di *private* equity. A livello dimensionale queste operazioni vennero effettuate quasi totalmente da *investement banks* e da fondi chiusi italiani e solo marginalmente si inserirono le banche e le società finanziarie a partecipazione italiana. Queste ultime, si concentrarono principalmente su operazioni di minore entità rivolte a imprese pubbliche, imprese tecnologicamente avanzate e piccole e medie imprese. Se da un lato la casistica appena descritta rappresenta un aspetto marginale dall'altro, va comunque segnalato che la stessa rappresenta la gran parte delle operazioni svolte in Italia.

Il primo modello da analizzare è quello della SGR il quale è maggiormente presente nella gestione di fondi di medie dimensioni. La sua funzione è quella di promuovere la costituzione del fondo e gestirlo.

Segue la *Management Company* strutturata come *Limited partneship,* è il modello più diffuso per i grandi fondi internazionali operanti in Italia. Essa è strutturata esattamente come una società in accomandita semplice dove i manager che assumono la posizione di *general partners* sono i soci accomandatari e gli investitori, quali *limited partners* sono i soci accomandanti. La *Investement Company* invece si presenta come una società di capitali di diritto italiano simile ad una *holdig* di partecipazioni. Questo terzo modello è meno presente in Italia.

Il modello organizzativo della SGR è stato introdotto dal legislatore nel Testo Unico Della Finanza (TUF) il quale, consentiva agli operatori di costituire un gestore polifunzionale per svolgere servizi di gestione collettiva del risparmio ed offerta di servizi di investimento, come è la gestione individuale di portafogli. La SGR oltre a svolgere queste ultime funzioni limita al mercato del risparmio gestito in virtù del fatto che è necessario ottenere preventivamente da parte dell'autorità di vigilanza per l'esercizio del servizio di gestione collettiva, un permesso che sarà richiesto anche successivamente per la costituzione di ciascun fondo gestito.

Pertanto, l'attività della società è subordinata al rilascio di queste autorizzazioni. Seguirà una regolamentazione dettagliata che provocherà un aumento dei costi di gestione poiché sarà obbligatorio un controllo esterno di una società di revisione dei rendiconti dei fondi chiusi nonché, l'obbligo di costituire specifici uffici per chi opera nel settore finanziario. La SGR infatti, nella sua struttura interna deve presentare obbligatoriamente personale specializzato e almeno tre uffici: l'ufficio legale, l'ufficio *risk management*, con la

funzione di controllare lo stato delle operazioni rilevando i rischi delle varie obbligazioni e se necessario avvertire la dirigenza societaria, l'ufficio di *compliance* con funzione di stabilire i contatti con le autorità di vigilanza attraverso l'invio periodico di documenti necessari e richiesti dalle autorità nonché recepire comunicazioni o modifiche normative. Nelle *limited partneship* è presente un organo consultivo che svolge le medesime funzioni di un Consiglio di Amministrazione. Esso è formato da *general partners* ed in minoranza da *limited partners*. Nelle *advisory board* vengono assunte le decisioni finali per gli investimenti e per le valutazioni del portafogli del conto. Qui l'investitore oltre ad essere sottoscrittore del fondo è anche socio del soggetto a cui spetta la scelta e l'applicazione dell'investimento finanziario. Questo fa sì che l'investitore sia compartecipe nell'assunzione di alcune decisioni relative alla politica gestionale. Nelle *investment companies* l'investimento finanziario avviene attraverso la sottoscrizione di quote di capitale emesse dalla società la quale successivamente effettuerà gli investimenti con l'impiego della propria dotazione finanziaria. Anche qui gli investitori sono contemporaneamente anche i soci della società che gestisce i fondi ma, rispetto la *advisory board*, l'apporto finanziario rientra nel patrimonio della società e non del fondo. Questo potrebbe far sembrare la società sovracapitalizzata rispetto alle necessità di una singola operazione.

Dall'esame degli operatori è evidente che i primi conflitti possono nascere relativamente ai rapporti che si istaurano tra quelli che sono i sottoscrittori delle quote dello strumento utilizzato per l'investimento e i gestori dei fondi. La SGR è il modello che può far nascere i maggiori conflitti atteso che nelle *investment companies* e nelle *advisory board*, il sottoscrittore delle quote è anche socio della società di gestione. Le principali problematiche tra manager ed investitori nella gestione di un fondo di *private equity* sono: la minimizzazione dei costi di agenzia e dei costi operativi per la gestione di un fondo nonché la selezione migliore dei manager da parte degli investitori. Gli investitori che aderiscono ad un fondo di *private equity* devono esprimere le loro intenzioni ad intermediare il proprio investimento in capitale di rischio.

Nel sistema così strutturato l'intermediario è solo un agente degli investitori pertanto, i costi agenzia devono essere ridotti al minimo. Questa è la ragione per la quale gli investitori devono avere buon intuito nel riconoscere i manager migliori attraverso indagini di *due diligence* sul gestore che sarà obbligato a fornire tutte le informazioni relative alla sue *performance* passate, alle modalità di gestione del fondo o di fondi gestiti in passato. La scelta di investire in un fondo piuttosto che in un altro, deriva dal grado di

fiducia che si istaura nei confronti del gestore e nelle sulle capacità di produrre in futuro gli stessi risultati postivi realizzati in precedenza. Le *best practices* sono poi le clausole che si inseriscono nei contratti tra sottoscrittori e gestori di fondi, idonee ad allineare e, quindi ad equilibrare sul piano del rendimento finale gli interessi delle controparti.

Due sono le tipologie di compenso per la società di gestione: quello determinato in valore percentuale rispetto alle risorse finanziarie impiegate nel fondo, la *management fee,* ed una commissione di *performance* che muta in funzione dei risultati ottenuti dal gestore nell'attività di investimento il *carried interest*.

Quest'ultimo è nettamente superiore rispetto al *management fee* e pertanto, esso rappresenta un sensibile incentivo economico.

Spesso per responsabilizzare il gestore e riequilibrare gli interessi delle parti questi ultimi sono costretti a sottoscrivere una quota del fondo che oscilla fra l'1% ed il 5%. Questo sistema assicura ai sottoscrittori una corretta gestione dell'operazione poiché il team impegnando il proprio capitale di rischio e quindi, non limitandosi ad una gestione passiva, sarà lui stesso interessato al successo dell'attività svolta. L'allineamento degli interessi fra investitori e gestori deve continuare anche dopo la stipula del contratto.

Durante la gestione del fondo, costante sarà la comunicazione dei risultati raggiunti. Una buona performance, una corretta attività di comunicazione e di trasparenza, permettono la conservazione del rapporto di fiducia tra sottoscrittori e gestori. La trasparenza sarà utilizzata dai gestori per monitorare continuamente l'andamento del fondo ed evitare conflitti di interesse con gli investitori. La trasparenza negli ultimi anni ha assunto importanza determinante per l'affidabilità di tutta l'industria del *private equity* nel mercato finanziario.

Rilavanti sono inoltre, le regole di governo dell'impresa che hanno come obbiettivo quello di regolamentare la vita sociale tra impresa ed azionisti e di fornire al nuovo socio investitore tutti gli strumenti necessari per contribuire allo sviluppo imprenditoriale. Il flusso informativo prepara maggiormente l'impresa al mercato ed a quest'ultimo ed al sistema bancario permette lo svolgimento di un'attività più attenta all'esigenze dell'impresa. Una buona comunicazione all'interno della società migliora i rapporti tra azionisti e management garantendo a quest'ultimi la possibilità di condividere le strategie aziendali in modo da rendere l'impresa indipendente da singoli soggetti. Vengono fornite agli azionisti tutte le informazioni utili per il governo dell'impresa. Nelle imprese a carattere familiare la trasparenza evita che l'attività aziendale possa essere condizionata da interessi personali e familiari. Nel contratto di acquisto inoltre possono essere inserite

clausole che riconoscono la possibilità di modificare manager e/o dirigenti. In questa prospettiva i sistemi di pianificazione e controllo e l'informativa trimestrale sull'andamento delle attività aziendali, assume particolare rilievo. Si può quindi affermare che giuste regole di *corporate governance*, agevolano le relazioni che si istaurano tra gestori di fondi di *private equity* e imprese partecipate. Tali regole si fondono su alcuni principi basilari: chiarezza e trasparenza attuata attraverso certificazioni di bilancio, comportamenti etici e coerenti, redazione di informativa periodica, apertura del Consiglio di Amministrazione a membri esterni dotati di maggiori qualifiche ed esperienza, separazione degli interessi dell'azienda rispetto a quelli familiari.

Le regole di *corporate goverance* sono il presupposto del buon esisto delle operazioni d'investimento. È importante sottolineare che il debito bancario per le imprese di piccole dimensioni rappresenta la totalità dei debiti di esercizio. Pertanto, si può affermare che l'esposizione verso il sistema bancario sia inversamente proporzionale alle dimensioni aziendali[57]. Il sistema bancario risulta ormai obsoleto perché legato ad una logica delle relazioni di tipo personale che oggi non è più adeguato rispetto ad un sistema in cui le piccole aziende sono in crescita e si allacciano a dinamiche sempre più competitive. Pertanto, la qualità delle relazioni che si istaurano tra il sistema bancario e finanziario e le piccole e medie imprese, oggi riveste un ruolo centrale in un sistema in cui intervengono le norme previste dal nuovo accordo di Basilea.

Dal 2008 infatti, il finanziamento delle piccole e medie imprese è soggetto ad una approfondita conoscenza da parte delle banche sugli andamenti di gestione dell'azienda. Tale flusso informativo garantisce un miglioramento relazionale tra le aziende e il sistema finanziario. Tre sono le ragioni che non permettono una buona comunicazione tra il sistema finanziario – bancario e le *piccole e medie imprese* italiane: l'assenza di una cultura di impresa con un limitato livello di manegiarilizzazione nella gestione aziendale che rende meno affidabile per le banche l'iniziativa e la strategia d'impresa, ridotto rigore nei vincoli comunicativi per le imprese di piccole dimensioni rispetto i colossi ed un errato approccio delle banche rispetto le aziende in difficoltà. Le difficoltà comunicative si ripercuotono sulla possibilità di accesso del debito per le piccole e medie imprese. Il legislatore per facilitare le aziende attuando l'art. 2435 *bis.* c.c., ha semplificato il sistema dell'informativa obbligatoria delle piccole e medie imprese prevedendo uno schema di bilancio semplificato.

[57] Cfr. Osservatorio sulle piccole e medie imprese, 2005, p.62.

Una minore informativa riduce la credibilità delle imprese per il sistema bancario ed in un contesto come quello italiano il cui mercato e caratterizzato dalla presenza maggioritaria di imprese di medie e piccole dimensioni, le banche svolgono un ruolo proattivo della scelta degli strumenti di finanziamento per le aziende nel lungo termine. Ciò dovrebbe tradursi in un rafforzamento reciproco del rapporto fiduciario banca-impresa.

L'intervento dei fondi può contribuire inoltre, alla riduzione di richiesta di garanzie patrimoniali da parte delle banche e di altri intermediari finanziari, può migliorare i flussi di comunicazione esterna potenziando la trasparenza gestionale, può ridurre il costo totale del finanziamento ottenuto scegliendo una struttura finanziaria ottimale e può inoltre, migliorare l'indice di rischio che è insito nelle aziende relativamente all'andamento gestionale ed al recupero degli investimenti attuati.

Da questa analisi approfondita che parte dagli anni '90 in Italia, la crescita del *Leveraged Buy-Out* è avvenuta dal 1995 in poi in maniera costante.

È stata costituita poi una SGR di natura pubblica sottoscritta dai principali istituti bancari e dalla Cassa Depositi e Prestiti, promossa dal Ministero dell'Economia, tale SGR ha permesso il rilancio delle *private equity* sul mercato ed indirettamente dei *buy-out* (con circa un miliardo di euro come dotazione). Tale fondo si è impegnato verso aziende che presentavano fatturati compresi tra i 10 e 20 milioni di euro in piena fase sviluppo, con una rete di imprese interessate a 15 mila euro di cui oltre 10 mila appartenenti al mercato manifatturiero.

I soci del fondo sono 7 paritetici, la M.P.S, la Cassa Depositi e Prestiti, la ABI, il Ministero dell'economia e delle Finanze, Confindustria, Unicredit Group e Intesa San paolo, tutti possedenti il 14,3 %.

L'anno 2011 ha segnato notevolmente il sistema delle operazioni di *Leveraged Buy-Out* in Italia. Infatti tre sono state le operazioni di notevole valore compiute: Rete Rinnovabile (RTR) effettuata da Terra Firma CP per un Enterprice Value pari a 641 milioni di euro, COIN Group acquisita da BC Partners con 1,3 miliardi di euro Snai acquistata da Palladio e Investinindustrial per 650 milioni di euro.

L'acquisto della Coin Group e stato un *Secondary buy-out*, le trattative per questo sono iniziate nel 2010 e si sono concluse nel 2011. Tale operazione rappresenta il *buy-out* più grande di quegli anni.

Per queste tre grandi operazioni veniva registrato un calo degli investimenti con un impegno di risorse al di sotto dei 15 milioni di euro del 6%. Nonostante il calo registrato

si verificava un aumento del 6% del peso delle operazioni il cui ammontare oscillava tra i 15 e i 150 milioni di euro. In Italia i *Leveraged Buy-Out* di maggiore successo si riferiscono ad operazioni aventi ad oggetto imprese che operano in mercati già maturi con alta competitività, bassa crescita e linee di prodotti semplici così da poter ottenere ottimi livelli di *cash flow*.

Le società *target* ideali devono avere una solida struttura patrimoniale con un gran numero di immobilizzazioni materiali ed immateriali, in grado di prestare crediti commerciali che facilmente possono rientrare ed infine, devono possedere una buona attitudine a generare flussi di cassa elevati ed in maniera costante. Queste sono le strutture che possono maggiormente interessare i fondi di *private equity,* spesso stranieri, in grado di eseguire operazioni di grandi dimensioni. Gli operatori inoltre esprimeranno le loro valutazioni sull'area geografica su cui investire. I principali sono i settori tradizionali dell'industria in particolare quello manifatturiero, quello dei beni di consumo e quello tecnologico.

Molti sono stati poi, gli interventi legislativi il materia di *Leveraged Buy-Out* in cui si è ampliamente discusso nei capitoli precedenti fino ad arrivare alla riforma del diritto societario con il D.lgs. 6/2003 il quale, ha a tutti gli effetti riconosciuto la legittimità delle operazioni di *Mereger Leveraged Buy-Out* permettendo agli operatori di agire in completa sicurezza senza il rischio di attuare un operazione che in seguito venga dichiarata illecita.

Ricapitolando sono trascorsi circa 28 anni dal primo *Leveraged Buy-Out* italiano quello dello Yacht Riva del lontano 1988 e 17 dalla famosissima O.P.A da 100 mila miliardi di lire di Colaninno su Telecom Italia. Fino al 2008 i *Leveraged Buy-Out* erano considerate operazioni positive idonee a produrre dinamismo sul mercato di capitali che in Italia viveva un momento di grossa crisi a causa del blocco prodotto dal capitalismo familiare. La crisi iniziata nel 2008 ha visto lo svilupparsi di operazioni di *private equity* riguardanti aziende italiane ed effettuate nel 2005-2007 a prezzi elevatissimi con l'utilizzo della leva fino a 8-10 volte l'Ebitda. Alcune di queste operazioni sono fallite, imprese come Ferretti Yacht e Castelgarden sono state costrette a traferire le proprie aziende in mano ai creditori per affrontare operazioni di ristrutturazione del debito dolorosissime.

Quando il *privte equity* funziona tutti traggono beneficio sia chi effettua l'operazione che le banche e contestualmente tutti gli operatori e/o consulenti che prestano il loro servizio. Lorenzo Pellicioli, e amministratore delegato della Seat con la fusione con la Tin.it riuscì a guadagnare 167 miliardi. Oggi il sistema è molto cambiato molti operatori nel corso del

tempo si sono chiesti se le operazioni di *Leveraged Buy-Out* siano davvero così salutari, se non rischino invece di danneggiare le piccole imprese in difficoltà. Alcuni hanno sostenuto che "*l'operazione di Leveraged buy-out può essere vista come il pagamento anticipato di un prezzo a chi vende da parte della stessa azienda che poi non riesce a sopportare un tale gravame finanziario e alla fine entra in crisi. Nell'ipotesi, oramai purtroppo sempre più frequente, in cui le iniziali proiezioni di sostenibilità finanziaria si rivelino a posteriori fallaci può apparire improprio ed iniquo scaricarne l'effetto sugli stake-holders lasciando invece sostanzialmente indenne chi ha concepito l'operazione e chi ha monetizzato per tempo quel valore dimostratosi poi inesistente'*'[58].

Se pur l'operazione di *Leveraged Buy-Out* rappresenti in questi termini una sorta di "*scommessa*"[59] sulla redditività futura dell'impresa, in caso di esito negativo del programma attuato non sarebbe giusto che a perderci sia l'impresa ed i suoi *stake-holders*, ossia fornitori creditori e dipendenti.

Le operazioni di *Leveraged Buy-Out* italiane più redditizie sono state quelle degli anni '80 e '90.

L'esito positivo di quelle passate e di quelle future deve essere senza dubbio ancorato alla presenza di un'idea industriale forte. Scelte industriali adeguate garantiscono infatti, il successo del *Leveraged Buy-Out* e la stabilità dell'azienda. Uno schema virtuoso richiede che il *business plan* deve partire dal flusso di cassa necessario per l'azienda al finanziamento della sua crescita interna ed esterna. Quando la situazione non presenta i risultati prefissatati, i *private equity* devono essere disposti riequilibrando il rapporto di indebitamento, alla ricapitalizzazione. In questi anni i *private equity* sono stati il motore trainante del sistema economico poiché hanno immesso nelle aziende nuovo capitale. In Italia però lo schema corretto di *Leveraged Buy-Out* non sempre è stato utilizzato, in molti casi infatti, la leva finanziaria è stata inserita nelle aziende senza alcun criterio di logica economica, causando così la crisi di molte attività. Il caso più eclatante è quello di Telecom Italia seguito da Seat. La scalata al debito di Colaninno e Gnutti non era supportata da scelte industriali forti. L'Olivetti infatti fu costretta a vendere Omnitel alla Mannesmann per finanziare l'O.P.A. sul 100% del capitale, O.P.A. questa, che ha accontentato il mercato e gli azionisti ma, che successivamente ha schiacciato l'azienda ponendole sulle spalle un elevato carico di debito. In circa 14 anni sono defluiti da

[58] Paolo Carriere, Avvocato e Professore universitario si è più volte espresso in maniera critica sulle operazioni di *Leveraged Buy-Out*.
[59] Idem.

Telecom circa 60 miliardi di euro di cui solo 20 miliardi agli azionisti come dividendi, 25 miliardi di debiti prodotti con la fusione Olivetti ed altri 15 miliardi necessari per pagare le minoranze al momento della fusione con Tim, dei 60 miliardi circa 20 sono stati recuperati vendendo aziende del gruppo con una sensibile riduzione del perimetro industriale. A Seat è andata ancora peggio, all'epoca della fusione con Tin.it in borsa era quotata 40 miliardi ma, in seguito a piani manageriali sbagliati e ad un'operazione dannosa da parte dei fondi, consulenti di vario genere e banche d'affari, è stata costretta a chiedere il concordato preventivo ed in borsa le sue quotazioni sono scese a 34 milioni. Per fortuna, in Italia il *private equity* non ha prodotto solo insuccessi. Alcune aziende sono state traferite ad altri proprietari, sono cresciute e sono state rivendute a prezzi più elevati a gruppi industriali solidi. Un esempio di ciò è la Galbani che, nei primi anni 2000 venne trasferita alla francese Lactalis dopo un operazione di leveraged da parte di BC Parteners o la Ducati che confluì nell'Audi. Si sono verificati anche casi in cui le aziende acquisite da *private equity* non si sono fatte scoraggiare dal periodo di crisi e credendo in un progetto industriale forte, hanno inserito nuovo management e provveduto alla ricapitalizzazione, così come è successo negli anni 2009-2010 per Marazzi e Valentino. Quest'ultima è stata venduta nel 2012 ai fondi del Qatar ad un multiplo di 25 volte l'Ebitda. Marazzi invece, dopo aver investito negli Stati Uniti d'America a Sassuolo ed in Russia nel marzo del 2013 è passata nelle mani di Mohawk Industries che ha riconosciuto la società incorporata come centro di eccellenza mondiale tanto da valorizzarla 1,17 miliardi di euro. Sul mercato italiano la dura selezione ancora sopravvive e risulterà vincente solo chi riuscirà a raccogliere risorse dagli investitori e mostrando un rendimento interessante rendersi appetibile.

Conclusioni

Il *Leveraged Buy-Out* è stato definito da alcuni *"una tra le più audaci operazioni di arrembaggio alle fortune altrui"*[60] proprio perché rappresenta l'operazione attraverso la quale viene acquisita un'azienda senza la necessità di utilizzare mezzi propri "*frutto della fertile fantasia degli operatori nord americani"*[61] il *Leveraged Buy-Out* è stato considerato da molti economisti, come una delle principali cause della crisi finanziaria del 2008. Se da una parte però, molte sono le critiche mosse nei confronti di tali particolari strumenti dall'altra alcuni studiosi hanno riconosciuto la loro utilità come modello di acquisizione aziendale. Infatti, tali operazioni possono essere considerate come motori della crescita economica e dello sviluppo del mercato.

L'analisi svolta fino a questo momento, ha cercato in maniera esaustiva di tracciare una panoramica completa sul meccanismo di acquisizione per indebitamento, soffermandosi sui sistemi che muovono gli operatori sui mercato e sulle origini di questo istituto, approfondendo la disciplina legislativa introdotta con la riforma del diritto societario del 2003 che, ha definitivamente legalizzato il *Leveraged Buy-Out*, eliminando tutti i dubbi e le incertezze che erano state sollevate in merito. Determinante oltre alla riforma del 2003, sono state le modifiche dell'art. 2358 c.c. introdotte nel 2008 le quali, hanno permesso di eliminare le problematiche che esistevano circa la compatibilità delle operazioni di *Leveraged Buy-Out* con il generale divieto di assistenza finanziaria. Alla luce di quanto finora approfondito, appare oggi sicuramente auspicabile, una legislazione molto più precisa e completa sulla materia. Inoltre, sul piano fiscale l'appetibilità del *Leveraged Buy-Out* con la relativa riforma, di cui ampiamente si è parlato, si è notevolmente ridotta. Infatti, se da un lato il legislatore ha riconosciuto espressa legittimità alle operazioni di *Leveraged Buy-Out* attraverso l'inserimento con la riforma del diritto societario del 2003 dell'art 2501 bis c.c. dall'altra ha introdotto fiscalmente sensibili limiti alla deducibilità degli interessi, come deterrente del fine elusivo insito nell'operazione in sé. In molti casi il *Leveraged Buy-Out* si è dimostrato fallimentare, così come descritto precedentemente nei casi italiani, comportando il fallimento della società acquistata a causa dell'eccessivo indebitamento prodotto. Nonostante questi sporadici

[60] Cfr. COTTINO, "*Diritto commerciale- Le società*".
[61] Idem.

episodi negativi, non si può negare la potenzialità economica che possiedono le operazioni di ristrutturazione aziendale. Queste infatti sono utili per migliorare l'efficienza aziendale in contesti in cui il livello di competitività si è innalzato vertiginosamente a causa della globalizzazione e dell'internazionalizzazione dell'economia. Sono anche utili le operazioni di *Leveraged Buy-Out* per ridurre i costi aziendali.

Gli scenari economici attuali caratterizzati da un unico mercato globale in cui forte è la competitività dei soggetti economici rende necessario un piano accurato di ristrutturazione aziendale che consenta la permanenza dell'impresa sul mercato in grado quest'ultima di ottenere più alti livelli di competitività e redditività.

È questa oggi la ragione che induce ad affermare che il legislatore dovrebbe ulteriormente intervenire da un punto di vista civilistico e fiscale sulle operazioni di *Leveraged Buy-Out* affinché, le imprese senza nessun rischio possano usufruire di tali strumenti e contemporaneamente operare in mercati finanziari dotati di maggiore stabilità.

Alcuni economisti, in riferimento al mercato statunitense, hanno affermato che: " *senza i Leveraged Buy-Out degli anni '80, i guadagni straordinari di produttività degli anni '90 non si sarebbero mai affermati: nei due decenni la crescita degli Stati Uniti accelerò di due punti, dal 3 al 4 % mentre l'Unione Europea rallentava dal 2,5 al 2,2%"*[62]. Questo fa comprendere come il *Leveraged Buy-Out,* inteso come modello per l'acquisizione aziendale, rappresenti un fondamentale stimolo per l'economia, come dimostrato dai risultati economici realizzati dalle società acquisite a leva.[63] Attualmente le perplessità restano legate all'elevato grado di rischio che caratterizza le operazioni di *Leveraged Buy-Out* e gli strumenti utilizzati come deterrente per scopi fraudolenti e non meritevoli di tutela. In definitiva, pur non potendo in alcun modo negare alle operazioni di *Leveraged Buy-Out* una grande potenzialità, restano i dubbi sul fatto che le stesse possano ancora oggi avere la necessità di una disciplina più specifica e dettagliata così da garantire l'uso corretto di questo strumento per la crescita delle aziende, limitando contemporaneamente lo sfruttamento incondizionato della leva finanziaria. Pertanto, è auspicabile anche un intervento del legislatore in materia di controlli sul *Leveraged Buy-Out* sicuramente più incisivi ed allo stesso tempo in grado di garantire una maggiore elasticità del mercato che sempre più deve rispondere ad alti livelli di competitività e di redditività attraverso

[62] Cfr. A. ALESINA-F. GIAVAZZI " *La crisi può la politica salvare il mondo?*", Milano, 2008, p. 33.

[63] Cfr. L'indagine L.E.K. su dati PEM, Cerved , Aida, Merder Market effettuata su operazioni di *Leveraged Buy-Out* compiute dal 2000 al 2008 in Italia.

l’operato di aziende che siano in grado di sviluppare ed attuare scelte e programmi industriali forti.

Bibliografia

V. AFFERNI, *"Invalidità della fusione e riforma delle società di capitali*", in " Giur. Comm.", II Ed., 2009, p. 129 e ss.

ALESINA-F. GIAVAZZI, *"La crisi può la politica salvare il mondo?",* Milano, 2008, p. 33.

C. ATTARDI, "*Reddito d'impresa: interessi passivi ed inerenza. Note a margine del disegno di legge Finanziaria 2008"*, in "Il Fisco" n. 40/2007.

G. F. CAMPOBASSO, "*Manuale di diritto commerciale*", IV edizione, Utet 2014, p. 380 e ss., p. 385 e ss.

DISIANO e PREITE, "*Il diritto delle società*", IV edizione, Il Mulino 2012, p. 436 e ss.

FALSITTA, "Manuale di diritto tributario".

R. LUPI," *Limiti alla deduzione degli interessi e concetto generale di inerenza*", in "Corriere Tributario", n. 10/2008.

P. MONTALENTI, *"Leveraged buy-out: una sentenza chiarificatrice*", in "Giur.it.", 1999, pp. 2106 e ss., voce "*Leveraged buy out*" postilla, par. 2," *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale*", p. 801 e ss., p. 812 e ss.

P.MONTALENTI, "*Il leveraged buy-out*", in "Enc. Giur.", Treccani-Roma 1999.

P. MONTALENTI, *"Il nuovo diritto societario D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 ;D.lgs. 17 gennaio 2003 n.5; D.lgs. 11 Aprile 202 n.61(art.1) artt.2484-2548 c.c., norme di attuazione disciplina processuale, artt. 2621-2641 c.c.*", Bologna, 2004, pp. 2322-2323.

P. MONTALENTI, "*Art. 2501 bis*", in G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO.

L.POTITO, ”*Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese*”, IV Edizione, Giappichelli Editore- Torino 2013, p. 173 e ss.

M. S. SPOLIDORO, *“Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa”,* in “Le società”, 2000, p. 334.

M. S. SPOLIDORO, “*Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out del nuovo diritto delle società*”, in “Riv. Soc.”, IV Ed. , 2008.

D. STEVANATO, R. LUPI,” *Passi in avanti sull’inerenza degli interessi passivi*”, in “Dialoghi Tributari” n. 6 del 2008.

E. TARTAGLIA, “*Leveraged buy out. Rischi ed opportunità*”, pp. 41-42.

TIGOR, “*Rivista di scienze della comunicazione”,* A. IV 2012 n.2 (luglio-dicembre), issn. 2035-584x, “il leveraged buy out”, p. 148.

G. ZIZZO,” *Le vicende straordinarie*” p. 582.

G.ZIZZO, “*Il Reddito d’impresa”.*