

LUISS Guido Carli

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra: Tecnica professionale

**II *MERGER LEVERAGED BUY-OUT*: PROFILI
TEORICI ED EVIDENZE EMPIRICHE**

RELATORE

Prof. Alessandro Mechelli

CANDIDATO

Matr. 630411

CORRELATORE

Prof. Tiziano Onesti

Anno accademico 2010/2011

INDICE

Introduzione

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

1.1. Cenni storici del *leveraged buy-out*: dalle origini fino ad oggi

1.2. Strutturazione di un'operazione di *leveraged buy-out*

1.3. Possibili varianti del *leveraged buy-out*

1.4. Vantaggi del *leveraged buy-out*

Capitolo secondo – Profili critici del *merger leveraged buy-out*. Le posizioni di dottrina e giurisprudenza

2.1. Dottrina e *merger leveraged buy-out*

2.2. Giurisprudenza e *merger leveraged buy-out*: analisi delle principali sentenze

Capitolo terzo - Strutturazione dell'operazione di *merger leveraged buy-out* alla luce della riforma del diritto societario

3.1. Costituzione della *newco*

3.2. Contrazione del prestito da parte della *newco*

3.3. Acquisizione della società obiettivo

3.3.1. Cessione di partecipazione

3.3.2. Cessione d'azienda

3.4. Fusione e situazione della società post-fusione

Progetto “Teta”: un caso pratico di *merger leveraged buy-out*

Conclusione

Bibliografia

Ringraziamenti

INTRODUZIONE

Il presente elaborato si propone di fornire un'analisi esaustiva dell'istituto del *leveraged buy-out* (LBO), tecnica finanziaria di matrice statunitense che consiste nell'acquisizione di una società, definita *target* (ovvero società obiettivo o bersaglio), realizzata facendo leva sulla sua stessa capacità di indebitamento. Difatti l'operazione di *leveraged buy-out* presuppone la costituzione, da parte del soggetto promotore, di una società *ad hoc* (c.d. *newco*), preposta esclusivamente all'acquisizione della *target*: si tratta, pertanto, di una sorta di "scatola vuota", non disponendo di propri *assets*, ma soltanto del capitale sociale (di norma, il livello di capitale sociale di cui viene dotata è quello minimo imposto dal legislatore ai fini della costituzione della società). La *newco*, indebitandosi con banche ed istituti di credito in generale, reperisce le risorse finanziarie funzionali ad acquisire la società obiettivo; i fondi così ottenuti, essendo la *newco* una sorta di "guscio vuoto", saranno rimborsati principalmente mediante i flussi di cassa prodotti dalla stessa società acquisita (oppure attraverso i proventi straordinari derivanti dalla cessione di suoi beni o rami aziendali): pertanto, nel *leveraged buy-out* l'acquisizione della società bersaglio è resa possibile proprio in virtù della redditività prospettica e della leva finanziaria della stessa *target*.

Il primo capitolo è dedicato ad approfondire le caratteristiche generali dell'istituto del *leveraged buy-out*, che viene osservato sotto il profilo storico (ripercorrendo dunque la nascita, lo sviluppo e la diffusione di questa tecnica finanziaria); sotto il profilo delle possibili fattispecie di LBO (*management buy-out*, *employee buy-out* e *family buy-out*,

solo per citarne alcune); sul piano dei possibili benefici correlati ad un'operazione di questo tipo (ad esempio, il MLBO può stimolare il rinnovo ed il ricambio della compagine manageriale, risultando vantaggioso in particolar modo quando si è di fronte ad un *management* inadatto a gestire l'impresa).

Una volta delineato il quadro generale dell'operazione, il prosieguo della trattazione si focalizza su una specifica variante di LBO, ovvero il *merger leveraged buy-out* (MLBO): in questo caso l'acquisizione della *target* si conclude con la fusione di quest'ultima e della *newco*, fusione che viene denominata "diretta" quando è la controllante (la *newco*) ad incorporare la controllata (la società obiettivo), "inversa" nel caso opposto. Il *merger leveraged buy-out* rappresenta la fattispecie classica di *leveraged buy-out*, al punto che le due espressioni sono di frequente utilizzate come sinonimi, sebbene si possa effettivamente parlare di *merger leveraged buy-out* esclusivamente quando il processo di acquisizione della *target* sfocia nell'operazione di fusione.

Il secondo capitolo offre una panoramica in merito alle criticità dell'istituto, ed in merito a come giurisprudenza e dottrina hanno affrontato e disquisito, nel corso degli anni, su tali criticità. A tal fine, vengono esposte le posizioni di alcuni autori e le sentenze della giurisprudenza di merito e di legittimità in riferimento alla liceità dell'istituto, sulla quale si è a lungo questionato, fondamentalmente per la presunta incompatibilità (asserita da una parte minoritaria della dottrina) tra tale tecnica finanziaria e gli artt. 2357 e 2358 c.c., che disciplinano rispettivamente l'acquisto di azioni proprie e le operazioni di assistenza finanziaria (le quali erano vietate in modo categorico fino alla modifica apportata

con il D. Lgs. 142/2008). È opportuno precisare che le problematiche relative alla liceità del *merger leveraged buy-out* non hanno più avuto ragione d'essere in seguito all'introduzione, nel codice civile, dell'art. 2501-bis, che ha definitivamente sancito l'ammissibilità del *merger leveraged buy-out* nell'ordinamento giuridico italiano; tuttavia, si è ritenuto importante dedicare ampio spazio all'evoluzione del *merger leveraged buy-out* nel contesto italiano, non soltanto sotto il profilo normativo, ma anche mettendo in evidenza il rapporto di dottrina e giurisprudenza con l'istituto, specialmente nel periodo ante riforma.

Il terzo capitolo entra nel vivo dell'operazione, analizzando le varie fasi in cui si articola il MLBO: a) costituzione della *newco*, preposta a porre in essere l'intera operazione; b) contrazione da parte della *newco* del prestito funzionale all'acquisto della *target*; c) acquisizione della società obiettivo; d) fusione delle due società. Ciascuna di queste fasi viene trattata sotto il profilo civilistico, contabile e fiscale; in particolare, è stato riservato ampio spazio all'analisi dell'art. 2501-bis c.c., che ad oggi rappresenta l'unica norma espressamente indirizzata a disciplinare l'istituto del MLBO. In particolare, vengono messi in evidenza gli elementi distintivi del *merger leveraged buy-out*: infatti l'art. 2501-bis c.c. rinvia, in più punti, alla disciplina civilistica prevista in materia di fusione aggiungendo, al tempo stesso, alcune disposizioni peculiari del MLBO. Oltre a questo, grande rilevanza è stata data agli aspetti più delicati connessi al *merger leveraged buy-out*, con riferimento alla normativa tributaria. Si è scelto quindi di sviluppare in particolare due punti: il riporto delle perdite pregresse e degli interessi passivi; infatti, in particolare la questione relativa al riporto ed alla deducibilità degli interessi passivi è centrale nel *merger*

leveraged buy-out, in quanto gli interessi passivi rappresentano un elemento costitutivo dell'operazione, trattandosi di un'acquisizione posta in essere sulla base della capacità di indebitamento della stessa società acquisita. La trattazione di questa tematica di carattere fiscale è accompagnata da pronunce giurisprudenziali e da vari documenti di prassi sull'argomento, quali Pareri del Comitato consultivo per l'applicazione delle norme antielusive (a titolo informativo, si ricorda che il Comitato consultivo è stato soppresso con l'art. 29, comma 4, del D.L. 233/2006), Circolari e Risoluzioni dell'Agenzia delle Entrate.

Infine, nel quarto capitolo, allo scopo di avere un riscontro pratico di quanto esposto nelle pagine precedenti, si è provveduto a riportare ed esaminare un'operazione di *merger leveraged buy-out* che è stata realmente posta in essere in Italia, nel biennio 2007-2008. L'operazione è stata analizzata sulla base dell'originale documentazione preliminare redatta ai fini dell'operazione. Il caso illustrato consente di esemplificare quanto esposto in linea teorica in relazione all'istituto del MLBO; in particolare, la struttura del documento include, per ognuna delle fasi principali in cui viene articolata l'operazione, la descrizione della situazione relativa a quella fase ed un apposito paragrafo dedicato agli aspetti fiscali.

CAPITOLO I

IL *LEVERAGED BUY-OUT*: UN QUADRO GENERALE

Con l'espressione *leveraged buy-out*¹ (LBO) si suole indicare non tanto una singola operazione, quanto piuttosto un complesso di operazioni che possono assumere forme diverse, ma che sono accomunate dal medesimo fine, ovvero quello di acquisire una società, denominata società bersaglio

¹ Si riportano, a titolo esemplificativo, le definizioni di LBO di alcuni enti o istituti: sul sito www.borsaitaliana.it il *leveraged buy-out* viene definito «acquisizione attraverso debito. In sostanza tale procedura consiste in una complessa serie di operazioni finanziarie volte all'acquisto di una società»; sul sito www.aifi.it il LBO viene presentato come una «tecnica finanziaria diretta all'acquisizione di un'impresa mediante il ricorso prevalente al capitale di debito, che verrà per lo più rimborsato con l'utilizzo dei flussi di cassa positivi generati dall'impresa stessa»; sul sito www.ilsole24ore.com si afferma che «si ha un Lbo quando un'azienda viene acquisita da un investitore o gruppo di investitori che finanziano l'acquisizione indebitandosi (facendo quindi 'leva' col debito). Il corollario, naturalmente, è che la nuova azienda che si viene a formare si troverà appesantita da questo debito. (...)I casi di Lbo sono più frequenti quando le condizioni creditizie sono espansive, il danaro costa poco e la propensione al rischio è alta». Tra le innumerevoli definizioni fornite da esperti ed autori, si segnala, sempre a titolo esemplificativo, quella proposta da Marco Reboa che, in *Rivista dei dottori commercialisti*, Giuffrè, 2003, 6, pag. 1204, descrive il LBO come «una serie di operazioni finalizzate all'acquisizione di una società (la c.d. società *target*) mediante il ricorso al capitale di prestito con la peculiarità, che ne costituisce il punto critico, che il debito contratto per l'acquisizione della società *target* viene rimborsato, successivamente all'acquisizione, con i flussi monetari prodotti proprio dalla *target* e/o con i beni della stessa (c.d. *asset stripping*)»; in modo analogo, Giuliano Gaetano (in *Notariato*, Ipsoa, 2007, 3, pag. 319) afferma che «il LBO si caratterizza come tecnica di acquisizione della partecipazione totalitaria o di controllo di una società di capitali, in genere una società per azioni, mediante il ricorso al capitale di prestito, con la peculiarità (ed è questo il tratto caratterizzante e al tempo stesso problematico) che il debito contratto per l'acquisizione della società, la c.d. *target company* o società bersaglio, viene trasferito sul patrimonio della stessa».

o *target*, facendo leva sulla capacità di indebitamento di quest'ultima, ovvero della società acquisita (dall'inglese *leverage*, leva finanziaria², e *buy out*, acquistare). Tali operazioni consentono quindi di rilevare una società ricorrendo in misura ridotta al capitale proprio (*equity*) ed in misura preponderante al finanziamento ottenuto da terzi (*debt*), concesso in virtù della solidità patrimoniale della società acquisita, soprattutto da parte di istituti bancari ed investitori istituzionali. I capitali presi a prestito vengono poi rimborsati mediante i flussi di cassa prodotti dalla società

² La leva finanziaria misura il rapporto tra indebitamento finanziario e capitale proprio di un'impresa: $\text{Debito} / \text{Debito} + \text{Equity}$. Secondo il teorema di Modigliani-Miller, la leva finanziaria può esercitare un effetto positivo, negativo o nullo sul ROE – *Return On Equity*, ovvero il rapporto tra utile netto dell'esercizio (UN) e capitale proprio (CP) il quale, a seconda delle teorie, può essere o meno comprensivo dell'utile netto; quindi: $\text{ROE} = \text{UN} / \text{CP}$. Il ROE è indice della redditività del capitale impiegato dagli azionisti. Altro indice è il ROI – *Return On Investment*, che rappresenta invece la redditività delle risorse investite dall'azienda, e si determina mediante il rapporto tra reddito operativo (RO) e capitale investito (CI). Partendo da tali definizioni ed effettuando una serie di passaggi aritmetici, si arriva ad individuare l'equazione che lega i due indici, ROE e ROI: $\text{ROE} = \text{ROI} + [\text{ROI} - \text{ROD}] * \text{DF} / \text{CP}$, dove ROD – *Return on Debt* è il tasso di interesse sull'indebitamento finanziario; DF rappresenta i debiti finanziari dell'impresa; il rapporto tra debiti finanziari (DF) e capitale proprio (CP) è un indice sintetico della composizione delle fonti. La differenza $[\text{ROI} - \text{ROD}]$, definita anche *spread*, misura la convenienza del ricorso alle due forme di finanziamento: indebitamento o mezzi propri. In sintesi, quanto più $[\text{ROI} - \text{ROD}] > 0$, tanto più il rendimento degli investimenti effettuati è maggiore del costo del capitale di credito, per cui conviene all'impresa indebitarsi (in questa ipotesi si parla di effetto positivo della leva finanziaria); se, al contrario, $[\text{ROI} - \text{ROD}] < 0$, il rendimento degli investimenti effettuati è minore del costo del capitale di credito, per cui conviene all'impresa ricorrere al capitale proprio (effetto negativo della leva finanziaria). Nel caso in cui $[\text{ROI} - \text{ROD}] = 0$, la leva finanziaria ha effetto nullo, in quanto si equivalgono la redditività degli investimenti ed il costo del capitale di credito. Sfruttare l'effetto leva finanziaria significa dunque incrementare la redditività dell'impresa, mediante un adeguato *mix* di capitale proprio e capitale di credito.

acquisita, oppure attraverso la cessione di suoi rami aziendali o beni (*asset stripping*).

Già da una definizione preliminare di tale tecnica finanziaria si evince la sua delicatezza e la sua potenziale rischiosità: non a caso, il *leveraged buy-out* viene ricompreso tra le operazioni di finanza strutturata³, per il compimento delle quali si richiedono elevate capacità e competenze, dati i meccanismi molto tecnici e la notevole complessità caratterizzanti la struttura dell'operazione. Più precisamente, all'interno delle operazioni di finanza strutturata, il LBO rientra tra le tecniche di *leveraged financing*, ovvero «quelle tecniche finanziarie che ruotano attorno al concetto di sfruttamento ottimale della leva finanziaria del soggetto finanziato, intendendosi con ciò lo sfruttamento della capacità di indebitamento dello stesso, nella ricerca del rapporto più efficiente tra capitale di rischio e capitale di credito (*leverageratio*). Una posizione di particolare rilievo assumono, in questo ambito, quelle operazioni finanziarie consistenti nell'«acquisizione a debito» (e cioè con ricorso prevalente a risorse finanziarie ottenute a titolo di credito presso finanziatori esterni rispetto al soggetto acquirente) di un determinato bene che, tipicamente, rivestirà natura produttiva (normalmente un complesso aziendale o una società commerciale, c.d. “*target*”) e generatrice di flussi

³ La finanza strutturata include un'ampia gamma di operazioni di finanziamento (cartolarizzazione dei crediti, *project financing*, *leveraged financing*, *structure leasing*, obbligazioni strutturate), «caratterizzate da un significativo ricorso alla leva finanziaria e da un 'ricorso limitato' nei confronti dei soggetti promotori, derivanti da investimenti, industriali o infrastrutturali, ovvero da acquisizioni di società quotate e non, promosse anche da investitori istituzionali. Il finanziamento, anche sotto il profilo contrattuale e delle garanzie, ha una struttura complessa, volta a contenere il profilo di rischio in termini accettabili sul mercato bancario; per la loro entità, tali operazioni sono spesso oggetto di sindacazioni sul mercato» (dal sito www.mediobanca.it).

reddituali (*cash flows*) capaci di remunerare e rimborsare il capitale preso a prestito e sui quali, infatti, i finanziatori faranno prioritario affidamento nel valutare il merito di credito dell'operazione»⁴.

1.1. Cenni storici del *leveraged buy-out*: dalle origini fino ad oggi

Da un punto di vista storico, il *leveraged buy-out* si è imposto all'attenzione del pubblico negli anni '70 e soprattutto '80, periodo durante il quale negli Stati Uniti furono poste in essere significative operazioni di acquisizione, con ricorso appunto all'indebitamento in misura preponderante⁵. Tali operazioni rientravano nell'ambito del cosiddetto *going private* – di cui il *leveraged buy-out* può essere considerato come l'evoluzione –, ovvero la tecnica di acquisizione di azioni quotate o diffuse tra il pubblico (*public corporation*) da parte di un acquirente, il cui scopo è quello di concentrare i titoli azionari nelle mani di un ristretto numero di investitori (così da trasformare la *public corporation* in *private corporation*), in modo da scongiurare potenziali rischi di *takeover*. Il *going private* si affermò negli Stati Uniti agli inizi degli anni '60 e veniva effettuato mediante la costituzione di apposite società (denominate *newco* o *shell company*), quasi esclusivamente attraverso la tecnica del

⁴ Carrière Paolo, "Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti", Giuffrè, Rivista delle società, 2003, 5, pag. 1.

⁵ Per un quadro storico dettagliato relativo al *leveraged buy-out*, si veda: Bertini Bruno, "Lbo e Mbo: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.", Cedam, Contratto e impresa, 2003, 3, pagg. 1444-1459; l'autore ripercorre le varie "fasi" relative alla realizzazione degli LBO negli Stati Uniti, dagli anni '60 fino ai primi anni del ventunesimo secolo.

leveraged buy-out, tanto da indurre a considerare come sinonimi i due termini. Gli anni '80 costituiscono il periodo d'oro dei LBO negli Stati Uniti: solo per citare alcune notevoli operazioni compiute con tale tecnica finanziaria in questo periodo, si ricorda in questa sede l'acquisizione di Safeway Stores Inc⁶ (catena di supermercati) e di Beatrice Companies⁷ (a quel tempo, una delle più importanti aziende americane attive nel settore alimentare); entrambe furono società bersaglio oggetto di LBO realizzati nel 1986 da Kohlberg Kravis Roberts (Kkr), azienda newyorkese fondata nel 1976, che tuttora gestisce fondi di *private equity* specializzati in operazioni di *leveraged buy-out*. Si trattò di considerevoli acquisizioni, concluse per vari miliardi di dollari⁸; tuttavia, tra tutte le operazioni di M&A che ebbero luogo a Wall Street in quegli anni, il LBO della Rjr Nabisco (multinazionale statunitense attiva nel settore alimentare e del tabacco, quotata alla Borsa di New York - NYSE) fu indubbiamente la più rilevante. La guerra per il controllo

⁶ Per maggiori informazioni sull'operazione Safeway, si rimanda a: Fisher M. Lawrence, "Safeway Buyout: A Success Story", New York Times, 21 ottobre 1988; Brooks Nancy Rivera, "Buyout OKd: Safeway Says Closings Hinge on Union Talks", Los Angeles Times, 25 novembre 1986.

⁷ Per un'approfondita analisi del LBO del gruppo *Beatrice*, si rinvia a: Baker P. George, "Beatrice: A Study in the Creation and Destruction of Value", The Journal of Finance, 1992, Vol. XLVII, 3.

⁸ Come previsto dall'accordo finale siglato nel novembre 1986, Safeway fu acquisita da Kkr per 4,25 miliardi di dollari. L'operazione lasciò a carico della catena di supermercati un debito di 5,75 miliardi di dollari, che fu ripagato prevalentemente attraverso la vendita di *asset*: Safeway disponeva di 2326 negozi nel luglio 1986; soltanto due anni dopo, questi si erano ridotti a 1161. Beatrice fu invece acquisita per 8,2 miliardi di dollari, di cui circa l'85% ottenuto a titolo di finanziamento, in particolare da istituti bancari. Il debito fu rimborsato ricorrendo, anche in questo caso, principalmente a disinvestimenti (in particolare, scorporo e cessione di rami azionari): ad esempio, Beatrice cedette due divisioni molto importanti: Avis, attiva nel mercato dell'affitto di automobili, e Coca Cola Bottling, che realizzava bottiglie per Coca Cola.

della Nabisco si svolse nei mesi di ottobre e novembre 1988, e si concluse con la vittoria della Kohlberg Kravis Roberts (Kkr) - società newyorkese che tuttora gestisce fondi di *private equity* specializzati in operazioni di *leveraged buy-out* -, e con la sconfitta della proposta del presidente della Nabisco, F. Ross Johnson, che aveva annunciato di voler riacquistare la azioni sul mercato offrendo un prezzo unitario iniziale di 75 dollari, poi lievitati attraverso un delicato gioco al rialzo portato avanti dagli offerenti, che si è concluso con i 109 dollari per azione offerti dalla Kkr. La Kkr realizzò il LBO della Nabisco pagando, dei circa 25 miliardi di dollari previsti per l'acquisizione, soltanto il 10% mediante capitale proprio, e ricorrendo per la parte rimanente a prestiti bancari e *junks bonds* (i cosiddetti titoli spazzatura, ovvero obbligazioni dal rendimento elevato, ma caratterizzati anche da un notevole rischio per l'investitore), garantiti dai beni della società acquisita⁹. Il mercato americano dei *leveraged buy-out* subì poi un ridimensionamento negli anni '90, come conseguenza di varie concause¹⁰: 1) «il crollo di Wall Street del 9 ottobre 1987, che indirizza inevitabilmente l'interesse degli operatori di borsa verso ristrutturazioni e ridimensionamenti societari, piuttosto che verso acquisizioni

⁹ Per una panoramica dell'operazione che più di ogni altra scosse Wall Street negli anni '80, e sollevò non poche critiche (ad esempio, da parte dell'allora presidente della Federal Reserve Alan Greenspan), si rinvia a: Allen Michel, Israel Shaked, "A Case Study for a Complex Leveraged Buyout", *Financial Analysts Journal*, 1991, 47, 5, pagg. 15-27; Zampaglione Arturo, "Nabisco, un piano costoso", *La Repubblica*, 23 ottobre 1988; Zampaglione Arturo, "Maxi-offerta per la Nabisco c'è un'OPA da 27.000 miliardi", *La Repubblica*, 25 ottobre 1988; Bartlett Sarah, "A Corporate Milestone; RJR Nabisco Bid Gives New Respectability To Giant Deals Financed With Huge Debt", *New York Times*, 26 ottobre 1988.

¹⁰ Evidenziate da: Bertini Bruno, "LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.", *Cedam, Contratto e impresa*, 2000, 3, pagg. 1451-1452.

e *take-overs*»; 2) i «numerosi scandali implicanti possibili *insider tradings* da parte dei maggiori finanziatori, con conseguente collasso del mercato dei *junk bonds* e fallimento delle transazioni ad essi collegate», che si verificarono alla fine degli anni '80; 3) la «diminuzione del valore delle attività aziendali», derivante dal rallentamento dell'economia; 4) «la diminuzione dei prestiti bancari e dei finanziamenti concessi mediante *junk bonds*», derivante «dall'eccessiva pressione fiscale, che costringe i finanziatori a esigere maggiori garanzie nelle transazioni»; 5) l'introduzione nel sistema giuridico statunitense di una disposizione, volta a regolare le HLT – *highly leveraged transactions* (ovvero le transazioni caratterizzate da un alto livello di indebitamento), con la quale viene subordinata «la concessione di un finanziamento da parte di istituti di prestito, di risparmio o di *commercial banks* a un conferimento minimo del 25% del capitale». Dopo questa fase di regresso, le operazioni di LBO attraversano di nuovo una fase di *boom* alla fine degli anni '90, riprendendo il loro andamento costantemente crescente negli anni successivi.

La tecnica del LBO sbarcò presto anche nel vecchio continente, in primo luogo nel Regno Unito, e poi si diffuse gradualmente nel resto d'Europa. L'Italia aprì le porte al *leveraged buy-out* soltanto alla fine degli anni '80, periodo in cui furono realizzate considerevoli operazioni proprio basate sulla tecnica del LBO; tra queste, se ne segnalano due: la prima, riguardante l'offerta pubblica di acquisto e di scambio (OPAS) della Olivetti, attiva nel settore dell'*information technology*, su Telecom, il colosso italiano nel campo delle telecomunicazioni¹¹; la seconda, che ha visto come

¹¹ Telecom Italia S.p.A. viene privatizzata nel 1997, sotto la presidenza di Guido Rossi; in seguito all'offerta pubblica di vendita (OPV), il Ministero del Tesoro riduce notevolmente la sua partecipazione, mantenendo

protagonisti dell'operazione di LBO le società Benetton e Autostrade Concessioni e Costruzioni S.p.A. (ACC); in questo secondo caso, l'operazione è sfociata in una fusione tra la *newco* (Newco28) e la società bersaglio (ACC)¹².

Dopo diversi anni di crescita continua a livello internazionale, tutte le operazioni di acquisizione (inclusi quindi i *leveraged buy-out*) sono crollate vertiginosamente nel corso del triennio 2007-2009¹³, in seguito alla crisi dei

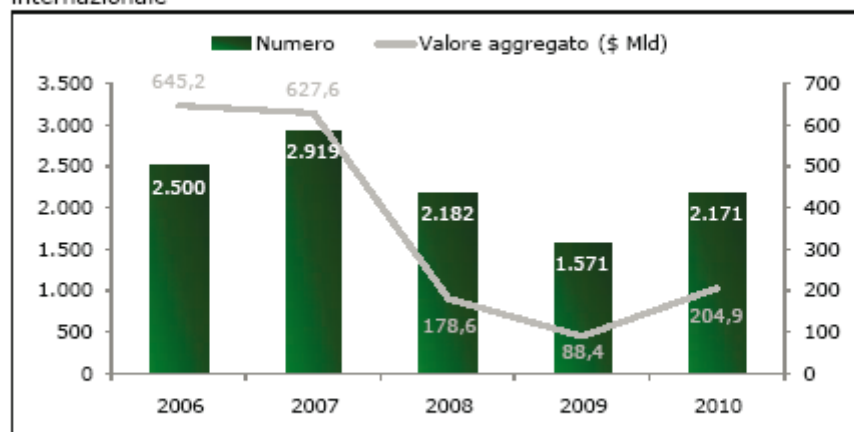
soltanto il 3,5%, compresi i diritti derivanti dalla *golden share* (letteralmente, 'azione d'oro': si tratta di poteri speciali attribuiti all'azionista pubblico, che si concretizzano di norma nel potere di veto all'acquisizione di partecipazioni rilevanti da parte di terzi); a titolo informativo, si ricorda che in un secondo momento (dicembre 2002) tale partecipazione residua è stata dismessa dal Ministero del Tesoro. Nel febbraio 1999 l'amministratore delegato di Olivetti S.p.A. – Roberto Colaninno – lancia, tramite la controllata Tecnost, un'OPAS da 102 mila miliardi sulle azioni Telecom, attraverso una combinazione di contanti, azioni ed obbligazioni; inoltre, parte del denaro viene reperita mediante la cessione (alla società tedesca Mannesmann) di Oliman, *holding* olandese a cui fanno capo Omnitel ed Infostrada. Nel maggio 1999 Olivetti dichiara di aver superato il 50% delle adesioni. L'OPAS è riuscita e Roberto Colaninno diviene presidente e amministratore delegato di Telecom Italia.

¹² Come Telecom, ma con la differenza di qualche anno (siamo nel 2000), anche Autostrade è oggetto di privatizzazione mediante un'OPV. Circa il 30% delle azioni vengono acquistate dalla società Schema28 S.p.A.; il restante 70% è collocato tra il pubblico. Nel febbraio 2003 Schema28 lancia un'OPAS sulle restanti azioni non possedute, ricorrendo alla tecnica del *leveraged buy-out*, ovvero ponendo in essere l'operazione di acquisizione attraverso la costituzione delle Newco28, la quale riuscì ad ottenere il 54,1% delle azioni ACC, finanziando l'acquisto quasi esclusivamente ricorrendo al sistema creditizio. Nel settembre dello stesso anno, Newco28 procede all'incorporazione della società *target* ACC, mutando la propria denominazione sociale in Autostrade S.p.A.

¹³ Non a caso, in quegli anni sono precipitati anche i volumi di finanziamenti diretti al compimento di operazioni di LBO: «After reaching record levels in the US (€215bn) and Europe (€140bn) in 2007, loan volumes for LBO transactions plummeted in 2008 by a staggering 82% in the US (to €38bn) and 65% in Europe (to €49bn). The following year – 2009 – saw another 56% decrease in US loan issuance and 90% drop in European values. As a result, LBO loan issuance in 2009 – at barely more than €20bn combined for the US and Europe – was significantly lower

mutui *subprime*, per poi mostrare nel 2010 una lenta ripresa¹⁴ (Figura 1: L'evoluzione di numero e valore aggregato dei buy out a livello internazionale¹⁵).

Figura 1: L'evoluzione di numero e valore aggregato dei buy out a livello internazionale



Fonte: Preqin

Nello specifico, delle 2.171 operazioni di acquisizione poste in essere nel 2010 i *leveraged buy-out* rappresentano quasi la metà (ovvero il 47%) in termini di numero, e poco più della metà (53%) in termini di valore aggregato (Figura 2: La distribuzione per tipologia di numero e valore aggregato delle operazioni nel 2010¹⁶).

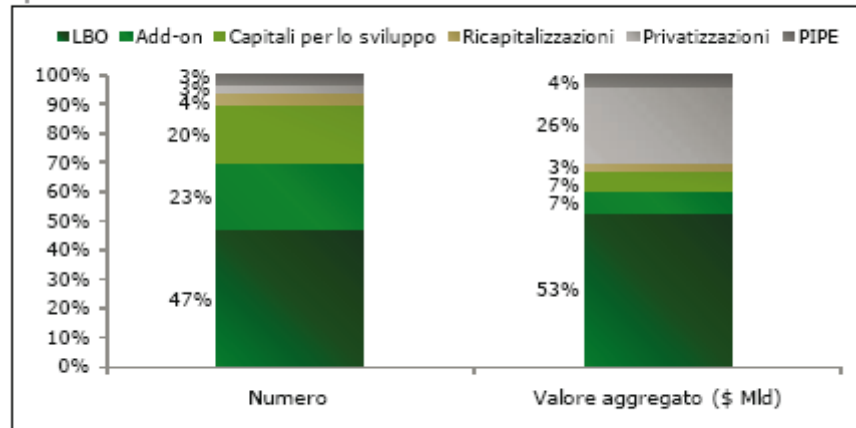
than the previous trough in 2001»; tratto da: "2010 EVCA Buyout Report. An EVCA Research Paper – October 2010", disponibile sul sito www.evca.eu. L'EVCA è l'acronimo di European Private Equity and Venture Capital Association.

¹⁴ «(...) il 2010 si configura come il miglior anno post crisi finanziaria globale. Secondo i primi dati disponibili, infatti, nel 2010 il segmento dei buy out è stato caratterizzato da 2.171 operazioni, per un valore aggregato di 204,9 miliardi di Dollari, pari ad un incremento, rispetto al 2009, del 38% in termini di numero e del 130% in termini di valore»; tratto da: AIFI, "Private equity ed economia italiana", Convegno annuale – 21 marzo 2011, pag. 9.

¹⁵ Il grafico, realizzato da Preqin, è tratto da: AIFI, "Private equity ed economia italiana", Convegno annuale – 21 marzo 2011, pag. 9.

¹⁶ *Ibidem*, pag. 10.

Figura 2: La distribuzione per tipologia di numero e valore aggregato delle operazioni nel 2010



Fonte: Preqin

1.2. Strutturazione di un'operazione di *leveraged buy-out*

Sotto il profilo della struttura dell'operazione, il *leveraged buy-out* si articola in più fasi. Innanzitutto, il soggetto che intende effettuare un LBO deve identificare una società bersaglio con caratteristiche idonee a realizzare con successo l'acquisizione, limitando i rischi insiti nell'operazione stessa. Di fatto, non tutte le aziende presentano tali prerogative e conseguentemente, non tutte le aziende possono essere oggetto di acquisizione mediante LBO. È di primaria importanza che la società *target* presenti un basso grado di leva finanziaria (quindi abbia un'adeguata struttura finanziaria, anche con riferimento al mix tra *equity* e *debt*), e possieda inoltre un'elevata capacità di generare *cash flows* futuri – che consentano il pagamento del debito contratto per la sua stessa acquisizione – e/o cespiti o rami aziendali che si prestino ad essere ceduti autonomamente, se necessario, senza pregiudicare la sua attività produttiva. Una volta identificata la società bersaglio, si apre la fase delle trattative tra il soggetto che intende realizzare l'operazione e i soci di

maggioranza della società bersaglio; tale fase si concretizza di norma in una lettera di intenti¹⁷.

La seconda fase dell'operazione vede il soggetto promotore del LBO costituire una società, detta *newco*¹⁸, la cui funzione è esclusivamente quella di rilevare le partecipazioni (tutte o comunque il pacchetto di controllo) della *target*. Proprio per questo, solitamente la *newco* non ha una struttura operativa; è

¹⁷ Nota anche come *memorandum of understanding* o *head of agreement*, la lettera d'intenti è un documento non vincolante per le parti: ne consegue che un eventuale abbandono delle trattative non comporta penali a carico del soggetto che rinuncia a porre in essere l'operazione. Ciò nonostante, la lettera d'intenti rientra nella fase pre-negoziale di un'operazione, fase che nel nostro ordinamento il legislatore ha deciso di tutelare attraverso la previsione di due articoli nel codice civile: l'art. 1337 («Trattative e responsabilità contrattuale») impone alle parti di comportarsi secondo buona fede, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto. La buona fede si esplica in una serie di doveri in capo alle parti, come il dovere di chiarezza, di segretezza e di riservatezza (spesso formalizzato con l'inserimento di una clausola di riservatezza), ed il dovere di informazione nei confronti della controparte, in relazione ad ogni circostanza rilevante legata all'operazione. Infatti l'art. 1338 («Conoscenza delle cause di invalidità») può essere considerato come una declinazione del principio di buona fede ex art. 1337, in quanto prevede che la parte che non abbia dato notizia all'altra parte dell'esistenza di una causa di invalidità del contratto (conoscendo o dovendo conoscere tale causa di invalidità) sia tenuta a risarcire il danno risentito dalla controparte per aver confidato, senza sua colpa, nella validità del contratto. Si è quindi nell'ambito della responsabilità pre-contrattuale o extra-contrattuale (*culpa in contraendo*); non si tratta di responsabilità contrattuale, dal momento che non sussiste per le parti un obbligo a stipulare il contratto; sussiste invece un obbligo a comportarsi secondo buona fede, in modo da non indurre - in modo doloso o colposo - la controparte a confidare nella conclusione del contratto stesso.

¹⁸ Va precisato che il soggetto promotore di un'operazione di LBO potrebbe già disporre di una struttura utilizzabile ai fini dell'acquisizione della *target*, e di conseguenza potrebbe servirsi di tale società, senza costituire la *newco*; tuttavia, questa ipotesi si verifica di rado in quanto, anche qualora esistesse una struttura di questo tipo, risulterebbe in ogni caso conveniente la costituzione di una *newco*, in modo da non esporre a rischio il patrimonio della propria struttura, soprattutto se si tratta di una società operativa.

una sorta di “scatola vuota” o “società-guscio”, ed è sottocapitalizzata rispetto all’operazione di acquisizione: di norma, viene dotata del capitale minimo richiesto dalla legge. Pertanto, per realizzare l’acquisizione non saranno sufficienti le risorse finanziarie della *newco*, ma saranno necessari ulteriori mezzi, che verranno presi a prestito da terzi, per lo più intermediari finanziari ed investitori istituzionali. Proprio i soggetti finanziatori del LBO hanno particolare interesse affinché l’attività di *due diligence* (finalizzata ad indagare, valutare e verificare la fattibilità dell’operazione programmata) venga svolta in modo adeguato ed esaustivo, anche perché di norma acquirente e *target* hanno un rapporto di conoscenza (se non perfino confidenziale). La *newco* quindi non dispone né delle risorse finanziarie per realizzare autonomamente l’acquisizione, né di un patrimonio che possa servire da garanzia per i finanziatori: ne consegue che la garanzia, che è indispensabile per ottenere il prestito, sarà rappresentata dal patrimonio della *target*.

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

frequentemente utilizzata nei *leveraged buy-out* è il *senior loan/debt* (prestito *senior*), di durata compresa tra i 5 e gli 8 anni, che solitamente assorbe la gran parte delle risorse finanziarie dell'operazione in quanto ha priorità di rimborso rispetto alle altre forme di finanziamento concesse. È accompagnato, di norma, da garanzie¹⁹ reali (come ipoteca su

¹⁹ Accanto alle garanzie reali tipiche (l'ipoteca, che si perfeziona attraverso l'iscrizione del titolo nei pubblici registri, ed il pegno, che si realizza mediante spossessamento, vale a dire consegna materiale della cosa al creditore), nell'ambito delle operazioni di LBO viene spesso utilizzato, a tutela del soggetto finanziatore, il cosiddetto *covenant*. Esso «rappresenta una pattuizione contrattuale a tutela del credito del finanziatore, che non si basa sul ricorso a forme di garanzia reale, bensì sull'utilizzo di clausole contrattuali inserite nei contratti di finanziamento a medio–lungo termine, tipicamente per affidamenti concessi a scopo produttivo e commerciale. (...) È una clausola tipica dei contratti creditizi a medio e lungo termini, che generalmente riconosce il diritto all'ente finanziatore di rinegoziare o revocare il credito, qualora le condizioni contenute in tali clausole vengano violate. Ciò può manifestarsi attraverso diverse fattispecie, ossia che l'impresa consegua risultati economici – finanziari non soddisfacenti rispetto alle aspettative del finanziatore, ovvero che l'impresa compia atti gestionali che potrebbero pregiudicare l'interesse del finanziatore, o comunque alterare il profilo di rischio rispetto all'assunzione della delibera d'affidamento. Il cardine dell'assunzione del credito risiede nell'affidabilità e capacità creditizia dell'impresa mutuataria; da ciò ne discende come l'interesse del finanziatore sia incentrato sul corretto andamento gestionale dell'impresa, la quale può assumere a suo carico:

- ✓ Obbligazioni di fare – *affermative covenant*;
- ✓ Obbligazioni di non fare – *negative covenant*.

Le clausole fissate, che vengono negoziate di volta in volta esclusivamente mediante un approccio su misura, sono riferite al bilancio dell'impresa affidata, analizzando la serie storica delle principali grandezze economiche–finanziarie e mettendo dei “paletti” affinché la struttura patrimoniale e quella finanziaria siano sempre compatibili con il nuovo volume di debiti assunti dall'impresa»; tratto da Lenoci Francesco, Malerbi Giuseppe, Peola Stefano, “Riforma dei diritti industriali e Basilea 2”, Ipsoa, 2006, pag. 424. A titolo esemplificativo, può essere inserita, tra gli *affermative covenant*, l'assunzione da parte della *newco* dell'impegno a mantenere, entro certi limiti prestabiliti, alcuni indicatori di bilancio; superati tali limiti, può essere previsto il rimborso anticipato del prestito *senior*. Esempio di *negative covenant* può essere rappresentato dal

beni immobili o pegno sulle azioni della *newco*), e viene rimborsato principalmente mediante rate semestrali, comprensive di quota capitale e quota interessi. Un'altra forma di finanziamento frequente nei LBO è il cosiddetto *bridge loan* (letteralmente 'prestito ponte'), ovvero un prestito a breve termine, propedeutico ad un successivo finanziamento di ammontare e di durata superiori. Forma di finanziamento ibrida è invece il *mezzanine loan/debt* (prestito mezzanino), che si colloca in posizione intermedia tra il *senior loan* e l'*equity*, avendo priorità di rimborso intermedia; «naturalmente, questo maggiore rischio dei detentori di questo debito viene ricompensato con una maggiore remunerazione. Ricorrono a questa forma di finanziamento sia le imprese che gli investitori che vogliano finanziare un'acquisizione con un LBO o un MBO»²⁰. Più rischioso (e quindi più remunerativo) del *mezzanine debt* è il *junior loan/debt*, denominato anche prestito subordinato: si tratta delle esposizioni debitorie rimborsate per ultime. In linea generale, le diverse classi di prestiti cui si è accennato possono assumere qualunque forma di finanziamento, non rilevando in alcun caso la tipologia di contratto²¹ (ad esempio: mutuo, prestito obbligazionario, fido, apertura di

divieto, in capo alla *newco*, di accordare altri prestiti aventi priorità di rimborso rispetto ai *senior debt*.

²⁰ Dal sito www.ilsole24ore.com.

²¹ «Rientrano nel concetto di finanziamento anche le somme erogate tramite finanziamenti dei soci e i versamenti in conto futuro aumento di capitale, nonché gli interessi per dilazione di pagamento del debito stesso mentre si escludono i versamenti in conto capitale. Ovviamente non sono da ricomprendere i debiti connessi all'acquisizione dei valori produttivi (debiti v/fornitori)», tratto da: Confalonieri Marco, "Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società", Gruppo 24 Ore, 2011, pag. 98.

credito, sottoscrizione di uno strumento finanziario partecipativo, e via dicendo), né la durata.

Il mutuo²² rappresenta tipicamente il negozio giuridico utilizzato per concedere un finanziamento; solitamente, nell'ambito delle operazioni di LBO, ha una durata compresa tra i 5 e i 7 anni.

L'emissione di obbligazioni rappresenta uno strumento molto in voga nel contesto dei *leveraged buy-out* in quanto, oltre a consentire il reperimento di fondi finanziari, presenta il notevole vantaggio di poter riallocare le obbligazioni sul mercato. Tale mezzo di raccolta di risorse finanziarie rientra tra i 'privilegi' delle società per azioni e in accomandita per azioni, non essendo attribuito nel nostro ordinamento tale potere anche alle società a responsabilità limitata²³. L'emissione obbligazionaria è soggetta alla disciplina civilistica degli artt. 2410-2420-ter, a cui si rimanda per maggiori dettagli; in questa sede, si evidenzia che l'attuale

²² Artt. 1813-1822 c.c.

²³ L'art. 2483 c.c., tuttavia, riconosce alle s.r.l. la facoltà di emettere «titoli di debito», previa espressa indicazione in tal senso nell'atto costitutivo. L'utilizzo da parte del legislatore dell'espressione «titoli di debito» induce a ritenere che debba trattarsi di «documenti incorporanti un diritto alla restituzione, almeno, della somma in linea di capitale prestata dalla società», propendendo per l'esclusione della possibilità per le s.r.l. di emettere «titoli ibridi, che coniughino cioè diritti strettamente patrimoniali a forme più o meno estese di partecipazione o interferenza con i diritti amministrativi dei soci» (così Associazione Disiano Preite, *Il diritto delle società*, Il Mulino, 2006, pag. 276). L'emissione di titoli di debito da parte di società a responsabilità limitata è consentita dal legislatore nel rispetto di alcune condizioni: i titoli emessi «possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima», ex art. 2483, comma 2, c.c.

art. 2412, comma 1, c.c., permette di «emettere obbligazioni al portatore o nominative per una somma complessiva non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato», con l'eccezione di alcune ipotesi tassativamente identificate, alle quali non si applicano questi limiti²⁴. Oltre alla possibilità di scegliere tra obbligazioni nominative o al portatore, la società può optare anche per l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni o titoli della stessa società (o anche di altra società, ad esempio appartenente al medesimo gruppo), *ex art. 2420-bis c.c.*

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

²⁴ Art. 2412 c.c.: il limite può essere superato: (a) se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali (comma 2); (b) se le obbligazioni emesse sono garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi (comma 3); (c) se l'emissione è effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati (comma 5); (d) quando ricorrono particolari ragioni che interessano l'economia nazionale, la società può essere autorizzata con provvedimento dell'autorità governativa, ad emettere obbligazioni per un importo eccedente il limite di cui al comma 1, con l'osservanza dei limiti, delle modalità e delle cautele stabilite nel provvedimento stesso (comma 6).

ammessa, la legge di circolazione». Gli strumenti partecipativi vengono emessi quindi a fronte dell'apporto – che si distingue dal conferimento, prestato a fronte della sottoscrizione di azioni –; normalmente, l'apporto è in denaro o in natura, ma la normativa civilistica prevede espressamente la possibilità di apporto di opera o servizi. Esempi di diritti patrimoniali che possono essere attribuiti mediante gli strumenti partecipativi sono: il diritto ad una quota degli utili, o ad una remunerazione fissa o indicizzata; nel campo invece dei diritti amministrativi, lo strumento partecipativo può, ad esempio, conferire il diritto di nominare figure dirigenziali, o di essere consultati in sede di redazione del bilancio, o ancora di ispezionare i libri sociali.

Sul piano dell'ammontare dell'indebitamento, in realtà non esistono norme rigide per la determinazione della struttura finanziaria di un'operazione di *leveraged buy-out*; tuttavia, è possibile fornire delle indicazioni di massima²⁵: la quota di capitale proprio varia, di norma, tra il 10% ed il 30% delle risorse necessarie per l'acquisizione della *target*; il prestito principale (ovvero il *senior loan*) copre solitamente una quota compresa tra il 50% ed il 60%; la restante parte (compresa tra il 10% ed il 40%) è ottenuta mediante *mezzanine* o *junior loans*.

La *newco* che viene costituita dal soggetto promotore del LBO può assumere qualsiasi forma societaria, ma si predilige

²⁵ Tartaglia Ezio, "Leveraged buy out. Rischi ed opportunità", Maggioli Editore, 2009, pag. 74. Analoghe le cifre fornite da altri autori: Zambelli Simona, "Il leveraged buy out in Italia: controversie e casi aziendali", Aracne, 2005, pag. 48: *equity*, in misura compresa tra il 10 ed il 30%; *senior debt*, per una quota del 40-50%; *junior debt* in misura pari al 10-20%; Bertini Bruno, "LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.", Cedam, Contratto e impresa, 2000, 3, pag. 1447: *equity*, tra il 10 ed il 30%; *senior debt*, fino al 50%; *subordinated debt* per la parte residua.

il modello delle società di capitali, ed in particolare della società per azioni, considerando anche i vantaggi legati a questa scelta: si pensi, ad esempio, alla facoltà appena evidenziata propria delle s.p.a. di emettere prestiti obbligazionari, oppure ancora alla possibilità per le s.p.a. di emettere azioni appartenenti a categorie cosiddette “speciali” (ovvero azioni che attribuiscono diritti diversi dalle azioni ordinarie, sotto il profilo patrimoniale, come ad esempio la partecipazione agli utili, e/o amministrativo, come il diritto di voto). Sul piano pratico, di norma lo statuto della *newco* viene predisposto quanto più possibile in modo conforme a quello della *target*, prevedendo in primo luogo il medesimo oggetto sociale, ed in generale inserendo clausole coerenti con quelle dello statuto della società obiettivo, al fine di evitare ovvero limitare cause legali di recesso dei soci di minoranza della *target*, che contestano modifiche dell’oggetto sociale, nell’ipotesi di fusione (*merger leveraged buy-out*)²⁶.

Ottenuto il finanziamento, la *newco* procede all’acquisizione della società obiettivo, con la conseguenza di ritrovare nel proprio attivo la partecipazione nella *target* e nel passivo il debito contratto per l’acquisizione. Tale debito può essere

²⁶ Se il socio di minoranza della società bersaglio esercita il diritto di recesso, il valore della quota da liquidare viene determinato sulla base del prezzo pagato dalla *newco* per l’acquisto del pacchetto di controllo. Quando vengono poste in essere le operazioni di LBO, le questioni più delicate che riguardano il socio di minoranza attengono a tre aspetti: la configurazione dell’assetto societario post-fusione, la determinazione del rapporto di cambio in caso di fusione dell’acquirente e della *target*, la conoscenza dell’indice di convenienza economica dell’operazione. È quindi di primaria importanza che al socio di minoranza venga garantita un’informazione completa, anche mediante richiesta di spiegazioni e chiarimenti agli organi amministrativo e di controllo interno. Per maggiori dettagli, si rinvia a: Soldati Nicola, “*Leveraged buy out: la posizione dei soci di minoranza*”, Il Sole 24 Ore, Diritto e Pratica delle Società, 2002, 5, pag. 12-21.

rimborsato mediante i *cash flows* prodotti dalla società bersaglio, oppure attraverso l'*asset stripping*, avente ad oggetto rami aziendali o cespiti patrimoniali (come immobili, ma anche beni intangibili, quali marchi e brevetti), non appartenenti al *core business* aziendale. La tecnica dell'*asset stripping* può essere posta in essere in primo luogo attraverso l'alienazione degli *assets*; in alternativa, l'azienda può operare un conferimento ovvero una scissione parziale degli *assets* a favore di una terza società interessata alla loro acquisizione, la quale pagherà i cespiti ricevuti attribuendo proprie quote di partecipazione, che potranno essere cedute sul mercato da parte della società che opera il conferimento o la scissione.

A questo punto, conclusa l'acquisizione, la tecnica di LBO intesa in senso stretto può ritenersi conclusa, fermo restando che, in base alla fattispecie classica di *leveraged buy-out*, l'operazione di acquisizione mediante indebitamento sfocia solitamente in una fusione, generalmente per incorporazione della *target* nella *newco* (fusione diretta o *forward merger*; nel caso opposto, si parla di fusione inversa o *reverse merger*). La società risultante dalla fusione avrà nell'attivo il patrimonio di quella che era la società bersaglio, e nel passivo il debito contratto dall'acquirente per la sua rilevazione.

È stato evidenziato come, affinché l'operazione di LBO abbia successo, sia essenziale che la società obiettivo presenti determinate caratteristiche, in termini di solidità patrimoniale, redditività prospettica e struttura finanziaria. Tuttavia, esistono anche altri fattori che incidono sulla riuscita di un LBO. Innanzitutto, competenze professionali e capacità gestionali del management che si trova ad amministrare la società in seguito all'acquisizione, soprattutto se l'impresa acquisita si trova in stato di crisi e necessita di

ristrutturazione, rappresentano una *conditio sine qua non* l'operazione non può avere successo. È stato infatti rilevato come il *leveraged buy-out* rientri tra le operazioni di finanza strutturata (e, più precisamente, nel *leveraged financing*), note per la loro complessità, che implica il possesso di provate ed elevate capacità e competenze da parte di chi valuta e guida l'intera operazione. Sempre con riferimento al successo di un LBO, altro fattore incisivo è lo stato del settore di attività dell'impresa, il quale deve trovarsi in una fase di maturità, caratterizzata da una tecnologia stabile sia di processo che di prodotto; inoltre è preferibile che l'azienda vanti una posizione consolidata nel mercato, in modo tale che non siano necessari, almeno nel periodo immediatamente successivo all'operazione di LBO, cospicui investimenti, che richiederebbero maggior capitale circolante e che quindi potrebbero far incorrere nel rischio di difficoltà relativamente al rimborso del debito contratto ai fini del LBO. Per tali motivi, viene effettuata un'analisi sia dell'azienda (situazione economica, finanziaria e patrimoniale storica, attuale e prospettica), sia del mercato: nel primo caso, esaminando i bilanci degli esercizi antecedenti (almeno fino al quinto anno precedente), il *business plan*²⁷ ed il conto previsionale (relativo ai successivi cinque esercizi), la lettera di intenti, la

²⁷ Noto anche come piano industriale, «è il documento che illustra in termini qualitativi e quantitativi le intenzioni del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici e soprattutto diffonde la stima dei risultati attesi. Il piano è redatto inquadrando l'azienda all'interno del suo settore di appartenenza e dell'ambiente competitivo, con una descrizione dettagliata del management e della compagine societaria. (...) A differenza di documenti altrettanto importanti quali ad esempio il bilancio, non vi sono norme precise per la compilazione del piano industriale, né una struttura standardizzata.» (dal sito www.borsaitaliana.it). Il management può eventualmente predisporre anche piani industriali nell'ipotesi di prospettive ottimistiche o pessimistiche (*best o worst case*).

*sensitivity analysis*²⁸; ai fini dell'analisi del mercato, si vanno a considerare variabili quali: il tasso di crescita del mercato negli ultimi cinque anni e le aspettative di crescita nei cinque anni futuri, le imprese *leader* del settore, l'esistenza o meno di barriere all'entrata, l'attrattività del settore.

1.3. Possibili varianti del *leveraged buy-out*

Si è affermato in precedenza che lo schema classico del *leveraged buy-out* assume generalmente la forma del *merger leveraged buy-out* (MLBO), vale a dire, in estrema sintesi, un'operazione di *merger and acquisition*, nella quale si procede, a seguito dell'acquisizione della società con ricorso prevalente all'indebitamento, alla fusione della società acquirente e dell'acquisita. Tale fattispecie di LBO presenta tutte le fasi precedentemente evidenziate (individuazione della *target*; costituzione della *newco*; contrazione da parte della *newco* del debito preordinato alla rilevazione della società obiettivo; acquisizione della società obiettivo), con l'aggiunta di una fase finale, consistente nella fusione dell'acquirente e dell'acquisito.

Tralasciando per un momento il *merger leveraged buy out*, che come detto rappresenta la configurazione tipica delle

²⁸ «L'analisi di sensitività è una delle tecniche di analisi "what...if?" [ovvero le analisi di scenari ipotetici] che si esplica attraverso l'analisi dei risultati ottenuti mediante la variazione dei valori d'ingresso sul modello oggetto della valutazione. Si valutano le modifiche attraverso il cambiamento dei valori assunti dai parametri decisionali. Lo scopo principale dell'analisi è il miglioramento del processo decisionale attraverso la valutazione della bontà della decisione presa, evidenziando, allo stesso tempo, le variabili che conviene stimare meglio e quelle che conviene maggiormente tenere sotto controllo. Il metodo standard si sviluppa facendo variare una variabile alla volta mantenendo le altre costanti» (tratto da: Bassi Antonio, Tagliafico Moira, "Project Manager al lavoro: strumenti e tecniche", Franco Angeli, 2010, pagg. 39-40).

operazioni di *leveraged buy-out* e che sarà oggetto di un'ampia ed approfondita trattazione in seguito, si ritiene opportuno fare un cenno alle altre fattispecie di LBO che possono essere riscontrate nella prassi.

Il *management buy-out*²⁹ si caratterizza per il fatto di avere come attore principale dell'operazione il management della società acquisita, generalmente guidato da un esperto in *private equity*³⁰.

²⁹ Uno studio condotto dall'A.I.F.I. (Associazione italiana del private equity e del venture capital) ha evidenziato come questa fattispecie di LBO si inserisca perfettamente nel contesto italiano, caratterizzato dalla presenza preminente di piccole e medie imprese a proprietà e conduzione familiare, in quanto favorisce il cambiamento degli assetti proprietari a favore di soggetti con assodate capacità professionali (conclusa l'operazione, il management diventa anche proprietario della società acquisita). Per saperne di più, si veda: A.I.F.I., "L'impatto economico dei Management Leveraged Buy-Out – The economic impact of Management Leveraged Buy-Out", Research Paper, INSEAD, 2001. Sempre a questo proposito, è stato notato che «in congiunture economiche con mercati molto liquidi e bassi tassi di interesse, l'operazione è funzionale all'assunzione del controllo da parte di un *management* dinamico, ma privo di capitali propri, in luogo di azionisti di controllo (o del controllo diffuso tra il pubblico) dotati di minore conoscenza dell'impresa sociale. In particolare la sostituzione nel controllo è utile quando il nuovo gruppo di controllo ha informazioni che lo convincono che la società è eccessivamente diversificata e che le imprese che essa esercita valgono di più smembrate che riunite: appaiono allora opportune redditizie dismissioni, con cui si può ripagare parte dell'indebitamento che ha consentito l'operazione, traendone comunque un profitto residuo e migliorando la generale allocazione delle risorse» (Disiano Preite, "I merger leveraged buy-outs e gli artt. 2357 e 2358 c.c.", Giuffrè, Giurisprudenza commercial, 1993, 1, pag. 105).

³⁰ L'attività di *private equity*, secondo la definizione fornita da A.I.F.I., si concretizza nell'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine. Il riferimento alle imprese non quotate non esclude la possibilità che l'investimento posto in essere dal fondo sia finalizzato a finanziare lo sviluppo dell'impresa nell'ottica di una futura IPO. I fondi di *private equity* hanno un ruolo determinante nella realizzazione delle operazioni di LBO e, più in generale, nelle operazioni di *buy-out*. Per

Il *management buy-in* vede sempre come attori dell'operazione i dirigenti dell'impresa, differenziandosi però rispetto al *management buy-out* sotto il profilo della provenienza dei manager che pongono in essere l'operazione e che quindi poi, a seguito dell'acquisizione, diventano proprietari della società: in questo caso si tratta infatti di manager esterni alla *target*; ne consegue che questa fattispecie di LBO presenta un grado di rischio maggiore rispetto al *management buy-out* in quanto i manager non dispongono di una conoscenza specifica dell'azienda acquisita³¹.

È opportuno sottolineare che sarebbe più corretto parlare, in verità, di *leveraged management buy-out* ed *in*, in quanto il management può realizzare l'operazione di acquisizione anche non ricorrendo in misura prevalente all'indebitamento (peculiarità del LBO); tuttavia, questa ipotesi nella realtà è rara, poiché in genere i dirigenti dell'impresa dispongono di risorse finanziarie limitate (a volte, ai fini dell'operazione convertono il proprio TFR in *equity*) e quindi non sufficienti per effettuare l'acquisizione senza ricorrere a finanziamenti di terzi.

Nel (*leveraged*) *family buy-out* sono i componenti di un gruppo familiare a porre in essere l'operazione di LBO, solitamente per consentire un passaggio generazionale o per separare attività o rami d'azienda (il cosiddetto *spin-off*) fino

avere un'idea del loro ruolo con riferimento al mercato italiano, si rinvia al "Rapporto Private Equity Monitor – PEM 2010", realizzato con il contributo di varie entità (tra cui Ernst & Young, Argos Soditic Italia e Fondo Italiano d'Investimento); dati e statistiche analoghi sono inoltre consultabili nel sito A.I.F.I.

³¹ E' anche configurabile il *management buy-out* e *in*: in questa ipotesi, i manager che realizzano l'operazione sono in parte interni ed in parte esterni alla *target*.

a quel momento appartenenti ad un medesimo complesso aziendale, garantendo quindi allo stesso tempo la continuità della gestione familiare ed il ricambio generazionale a favore dei membri della famiglia più motivati o più esperti, prevedendo anche, se opportuno, l'ingresso nell'impresa familiare di soggetti esterni particolarmente competenti. Non a caso, anche nell'ambito del *family buy-out* la famiglia imprenditoriale ricorre di norma all'assistenza di un fondo di *private equity* per la realizzazione dell'operazione³².

L'*employee* (o *workers*) *buy-out* è una variante molto particolare di LBO, in cui l'acquisizione della società *target* viene posta in essere da parte dei suoi stessi dipendenti (o da parte di un gruppo di essi), attraverso il ricorso al *leveraged ESOP* (*employee stock ownership plan*)³³. La fattispecie in questione risulta largamente diffusa negli Stati Uniti, poco

³² Questa variante di *leveraged buy-out*, date le sue caratteristiche, risulta particolarmente interessante data la forte presenza di imprese a conduzione familiare nel tessuto produttivo italiano. Per una visione più dettagliata sul tema si veda: Migliavacca Gian Marco, "Il Family buy out: analisi di un caso", Rivista AIAF (Associazione italiana analisti finanziari), 2004, 50, pp.45-54. Nell'articolo, oltre a riportare le peculiarità del *family buy-out* e ad evidenziare il rapporto tra famiglia imprenditoriale e fondo di *private equity*, l'autore si sofferma ampiamente sulla presentazione di un caso pratico (l'azienda Mirato). Si rinvia poi, in particolare per un focus sulle fasi dell'operazione, anche a: Canessa Nicola, "Family governance: la continuità dell'impresa. Il passaggio generazionale", Ipsoa, 2006, pp. 184-193.

³³ L'ESOP è di per sé un piano di azionariato che consente di trasferire ai dipendenti azioni dell'impresa per la quale lavorano. Il piano viene attuato attraverso la costituzione di un fondo fiduciario (di norma si tratta di un *trust*) da parte dell'azienda (detta *Sponsor Society*) a favore dei propri lavoratori; tale fondo è finanziato dall'impresa promotrice mediante il versamento di contributi sottoforma di titoli azionari o di capitali (successivamente utilizzati per acquistare le azioni dell'impresa stessa); spesso si ricorre ad una combinazione di contributi e prestiti aziendali. L'ESOP diventa "*leveraged*" quando il fondo, per acquistare le azioni dell'impresa promotrice, ricorre a finanziamenti erogati da banche o dall'impresa stessa, la quale a sua volta chiede denaro in prestito alla banca o ad altri finanziatori.

nel vecchio continente, con qualche eccezione (Gran Bretagna, Irlanda ed alcuni paesi dell'Europa Orientale)³⁴.

Il *corporate buy-out* si contraddistingue per il fatto di avvenire – sia sotto il profilo del soggetto che realizza l'acquisizione che sotto il profilo della società bersaglio – tra imprese appartenenti al medesimo gruppo societario. Proprio in virtù di questa considerazione, si comprende perché l'operazione in questione venga effettuata mediante una società preesistente e non di nuova costituzione, come invece avviene di norma nelle tecniche di LBO. Questa variante di *leveraged buy-out* mira sostanzialmente a perseguire finalità di riorganizzazione/ ristrutturazione degli assetti patrimoniali infragruppo: ad esempio, può essere posta in essere un'operazione di LBO per snellire strutture patrimoniali inefficienti presenti all'interno del gruppo aziendale.

Nell'*institutional buy-out*³⁵ è previsto l'ingresso, nel capitale di rischio della società acquisita, di investitori istituzionali: quindi in questa forma di LBO i soggetti finanziatori non si limitano ad erogare il prestito alla *newco*, necessario per realizzare l'acquisizione, ma diventano soci stessi della

³⁴ Per una visione più completa sul tema, si rimanda a: "L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore", a cura di Roberta Caragnano e Germana Caruso, Dossier dell'Adapt (Associazione per gli Studi Internazionali e Comparati sul Diritto del lavoro e sulle Relazioni Industriali), 2010, 1. Il documento citato offre una panoramica sull'ESOP in generale e sull'ESOP inserito nell'ambito delle operazioni di *leveraged buy-out*, con particolare attenzione al contesto e alla normativa italiana.

³⁵ Diverse operazioni rilevanti realizzate negli ultimi anni rientrano in questa variante di LBO: si pensi all'acquisizione di Fiorucci Food, avvenuta nel 2005, da parte di Vestar Capital Partners, uno dei giganti statunitensi del *private equity*, che ha realizzato la prima operazione di *management buy-out* in terra italiana (per un valore di 360 milioni di euro); o ancora, Galbani, acquisita nel 2002 da BC Partners, fondo di *private equity* inglese (anche in questo caso operante in partnership con il *management* dell'azienda), per oltre un miliardo di euro.

newco, anche se per un periodo temporale limitato. Nella maggior parte dei casi, gli investitori istituzionali sono i fondi di *private equity* (già citati come attori presenti di frequente nelle operazioni di *family buy-out*, *management buy-out* e *management buy-in*), che detengono la partecipazione per un arco di tempo di norma compreso tra 5 e 7 anni, decorsi i quali cedono la propria partecipazione ad operatori commerciali o altri fondi, oppure pianificano una IPO (*initial public offering*) per effettuare il disinvestimento.

Si parla di *fiscal buy-out* quando il ricorso alla leva finanziaria è motivato esclusivamente dal perseguimento di vantaggi di natura fiscale (in sostanza un risparmio di imposta). Nel nostro paese si parlò di *fiscal buy-out* in particolare negli anni '80 e '90 in quanto, date le caratteristiche dell'allora vigente sistema fiscale³⁶, «un azionista imprenditore alla guida di un'azienda redditizia aveva tutto l'interesse, a intervalli regolari (tipicamente quinquennali) a montare un'operazione di LBO fittizia, nella quale egli risultava al contempo il venditore (in quanto azionista della *target*) e l'acquirente (in quanto azionista della *newco*). In tal modo egli, nella veste di venditore, incassava il corrispettivo della cessione senza pagare le imposte (o pagandole in misura modesta), mentre nella veste di

³⁶ Tali caratteristiche possono essere riassunte in questo modo: «(a) aliquota di imposta sul reddito delle imprese (Irpeg + Ilor) era particolarmente elevata, così come l'inflazione e i tassi di interesse e di rendimento nominali: di conseguenza, lo "schermo fiscale" associato all'indebitamento si presenta rilevante; (b) le imposte sul *capital gain* conseguiti da persone fisiche detentrici di partecipazioni erano, secondo i periodi di riferimento, nulle o comunque modeste; (c) il disavanzo di fusione realizzato in seguito all'incorporazione era non solo imputabile ad altre voci dell'attivo, ma soprattutto ammortizzabile ai fini fiscali»; tratto da Dessy Alberto, "L'impatto dei leveraged buy out su azionisti e stakeholder: l'evidenza empirica in Italia", Etas, Economia & Management, 2010, 4, pag. 68.

acquirente in primo luogo sosteneva un esborso ridotto in quanto buona parte del prezzo era pagato grazie al nuovo debito assunto dalla *target*, e in secondo luogo si trovava ad essere proprietario di un'azienda soggetta in prospettiva a una pressione fiscale modesta, grazie allo schermo fiscale garantito dagli oneri finanziari e dagli ammortamenti aggiuntivi»³⁷.

A volte, l'operazione di LBO viene posta in essere attraverso la costituzione di due *newco* (si parla, infatti, di *dual newco*). Il soggetto promotore dell'operazione costituisce la *newco* 1, che contrae il debito necessario per realizzare l'acquisizione della *target*. Viene poi costituita la *newco* 2, dove confluisce, a titolo di capitale (capitale sociale e riserva legale), gran parte delle finanze della *newco* 1. A questo punto, la *newco* 2 (capitalizzata e controllata al 100% dalla *newco* 1) procede all'acquisizione del pacchetto di controllo della società bersaglio, disponendo così della maggioranza necessaria per deliberare la fusione per incorporazione della *target* nella *newco* 2. La *newco* 1 quindi ha ora il controllo della società post-fusione (*newco* 2 + *target*). Questo complesso procedimento di LBO era stato pensato, in sostanza, «per non cadere nella violazione dell'art. 2358 c.c., in quanto a fondersi non era la società indebitata, ma l'altra, quella capitalizzata»³⁸; fermo restando che, in ogni caso, anche in

³⁷ *Ibidem*. L'autore conclude sottolineando un mutamento di questo scenario: «I numerosi interventi legislativi e le riforme tributarie succedutesi nell'ultimo ventennio hanno gradualmente ridotto, fino sostanzialmente ad annullarli, i vantaggi fiscali associabili al Leveraged buy out, che oggi sono limitati alla deducibilità a fini tributari degli oneri finanziari, e che peraltro rappresenta un possibile vantaggio comune a tutte le imprese, e non solo a quelle oggetto di LBO». Si rimanda al Capitolo III per l'analisi dell'attuale legislazione fiscale in Italia.

³⁸ Tartaglia Ezio, "Leveraged Buy Out. Rischi ed opportunità", Maggioli Editore, 2009, pag. 136.

questa ipotesi si potrebbe ravvisare un intento elusivo con riferimento all'art. 2358 c.c.

Un'ipotesi molto particolare di LBO consiste nell'*asset sale* o tecnica *Oppenheimer* (dal nome della banca d'investimento che per prima ha sperimentato questa tecnica): oggetto dell'acquisizione non è il pacchetto di controllo della *target*, bensì l'azienda intesa in senso fisico, ovvero i cespiti patrimoniali (*assets*) e le passività. Tale operazione rientra dunque nell'ambito di applicazione degli artt. 2556-2560 c.c.³⁹, che disciplinano l'acquisto d'azienda. Ai fini dell'attuazione dell'*asset for sale*, risulta interessante evidenziare che l'art. 2560 c.c. («Debiti relativi all'azienda ceduta») prevede che «l'alienante non è liberato dai debiti, inerenti all'esercizio dell'azienda ceduta, anteriori al trasferimento, se non risulta che i creditori vi hanno consentito. Nel trasferimento di un'azienda commerciale risponde dei debiti suddetti anche l'acquirente dell'azienda, se essi risultano dai libri contabili obbligatori».

³⁹ L'art. 2556 c.c. impone la stipula di contratti scritti, nella forma dell'atto pubblico o della scrittura privata autenticata, salva l'osservanza delle forme stabilite dalla legge per il trasferimento dei singoli beni che compongono l'azienda o per la particolare natura del contratto, nell'ipotesi di trasferimento della proprietà o godimento dell'azienda; tali contratti vanno poi depositati per l'iscrizione nel registro delle imprese entro 30 giorni. L'art. 2557 c.c. sancisce invece il divieto di concorrenza a carico dell'alienante di un'azienda, fermo restando che tale divieto è limitato sotto il profilo temporale (cinque anni dal trasferimento), spaziale e/o dell'oggetto (il divieto ha per oggetto l'inizio di «una nuova impresa che per l'oggetto, l'ubicazione o altre circostanze sia idonea a sviare la clientela dell'azienda ceduta»). L'art. 2558 stabilisce la successione dell'acquirente nei contratti stipulati per l'esercizio d'impresa che non abbiano carattere personale, salvo diverso accordo delle parti. Infine, in tema di cessione dei crediti l'art. 2559 afferma: «la cessione dei crediti relativi all'azienda ceduta, anche in mancanza di notifica al debitore o di sua accettazione, ha effetto, nei confronti dei terzi, dal momento dell'iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese. Tuttavia il debitore ceduto è liberato se paga in buona fede all'alienante».

Si conclude l'esame delle possibili fattispecie di LBO citando il (*leveraged*) *secondary buy-out*: in questa ipotesi, l'operazione di acquisizione mediante indebitamento ha per oggetto una società già acquisita con la medesima tecnica; generalmente, i promotori di queste duplici acquisizioni sono fondi di *private equity*⁴⁰.

1.4. Vantaggi del *leveraged buy-out*

Molto si è disquisito – ed il dibattito è tuttora vivo – sulle finalità e soprattutto sulle opportunità offerte dalla realizzazione di un'operazione di *leveraged buy-out*. In primo luogo, è stato sottolineato che «gli LBOs rimettono in circolo liquidità destinata a finanziare investimenti evidentemente più allettanti dal punto di vista degli azionisti che s'inducono a vendere; d'altro canto, la società resta nelle mani di chi ritiene di poterla valorizzare in massimo grado»⁴¹: ciò

⁴⁰ «Il *secondary buy-out* consiste in una operazione straordinaria nella quale un'impresa partecipata da un operatore di *private equity* viene ceduta ad un secondo operatore professionale della medesima natura del primo» (tratto da: Roggi Oliviero, Ingenito Vittoria, "Il fenomeno del *Secondary Buy Out* in Italia nel 2006, un'anomalia nello sviluppo del *private equity*? Evidenze empiriche e prime riflessioni sul modello interpretativo", Studi e Note di Economia, 2008, 3, pag. 526; disponibile sul sito www.mps.it). La cronaca italiana è costellata di numerosi casi di *leveraged secondary buy-out*; tra tutti, si menziona il caso del Gruppo Ferretti, leader mondiale nel settore degli yacht di lusso e delle imbarcazioni sportive. L'azienda fu oggetto di diversi LBO, portati avanti da fondi di *private equity* come Permira – che acquistò il controllo di Ferretti nel 2003, lanciando un'OPA, con il sostegno finanziario delle banche ed in particolare di Mediobanca – e Candover, che nel 2007 acquisì da Permira una partecipazione di maggioranza (50,2%), attingendo dalle banche (*in primis* dalla Royal Bank of Scotland) le risorse finanziarie necessarie, mentre Permira rimase nel capitale dell'azienda nautica con una partecipazione dell'11% circa.

⁴¹ Pardolesi Roberto, "Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1989, Vol. I, pag. 416. Questo è l'orientamento, tra gli altri, anche di Bonisconi Angelo, che

significa che tali operazioni consentono che le risorse vengano allocate secondo un criterio di efficienza, ovvero a favore di quei soggetti che le valorizzano.

Un altro possibile vantaggio messo in luce derivante dalle operazioni di *leveraged buy-out* consiste nel fatto che «gli LBOs consentono di ridurre il costo del capitale, quante volte l'onere da indebitamento risulti meno oneroso del ricorso all'*equity*»⁴²; secondo questa tesi, il debito può delinearasi

afferma: «I leveraged buy out permettono l'ingresso di investitori e di manager con competenze tecniche in grado di creare valore attraverso la crescita dell'impresa» (in "Leveraged buy out: riflessioni e prospettive future", Il Sole 24 Ore, Diritto e pratica delle società, 2010, 2, pag. 24).

⁴² *Ibidem*. Tale affermazione ricorda quanto enunciato da uno dei teoremi fondamentali della finanza: il teorema di Modigliani-Miller (in particolare nella sua seconda versione). Nel primo articolo (*The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, The American Economic Review, Vol. 3, 1958) i due autori, ipotizzando un modo 'perfetto' (ad esempio, si assume assenza di tassazione e di costi diretti ed indiretti connessi al fallimento), arrivarono a sostenere che il valore dell'impresa non dipende dalla composizione delle fonti di finanziamento; dunque l'indebitamento non produce benefici né costi ed è quindi neutro in rapporto al valore dell'impresa. La naturale conseguenza di quest'analisi è che non esisterebbe una struttura finanziaria ideale per l'impresa.

In una seconda pubblicazione (*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, The American Economic Review, Vol. 3, 1963) gli autori resero più realistico il mondo 'perfetto' originariamente congetturato, prevedendo l'esistenza di imposte sul reddito d'impresa. In questo nuovo scenario, esiste un beneficio fiscale legato all'indebitamento, in quanto i pagamenti degli interessi sul debito sono deducibili ai fini della determinazione del reddito d'impresa: «in tale contesto, in cui il debito continua a non avere costi, il rapporto d'indebitamento ottimale per un'impresa è del 100%, visto che il valore dell'impresa aumenterà all'aumentare del valore attuale dei benefici d'imposta derivanti dal pagamento degli interessi» (tratto da: Damodaran Aswath, "Finanza aziendale", Apogeo, 2006, pag. 329). Dunque la naturale conseguenza del teorema di Modigliani-Miller, in questa seconda versione, è che all'impresa converrebbe ricorrere interamente all'indebitamento per finanziare la sua attività. È evidente che la tesi dei due autori incontra un limite: sia perché teorizzano un mondo che presuppone una serie di condizioni non (o molto poco) corrispondenti alla realtà; sia perché, anche nella seconda versione (che prevede un mercato con tassazione e quindi più 'reale'), risulta poco

come «strumento di controllo» sull'operato degli azionisti, consentendo di ridurre i costi d'agenzia (o *agency costs*, ovvero il «complesso dei costi connessi al necessario monitoraggio, ad opera degli azionisti, del comportamento dei loro *agents*, gli amministratori, per scongiurare il pericolo che le scelte strategiche di questi ultimi siano dettate da motivazioni egoistiche, e all'impossibilità di risolvere appieno tale conflitto di interessi»), in quanto induce gli amministratori a «pagare dividendi piuttosto che imbarcarsi in investimenti sub ottimali»⁴³.

Ancora, è stato rilevato che «gli LBOs contribuiscono a fluidificare il mercato del controllo societario», in quanto agevolano «il rinnovamento organizzativo ed il ricambio della compagine manageriale quand'essa si riveli inadeguata ai propri compiti»⁴⁴.

È stato poi sottolineato che le operazioni di *leveraged buy-out* hanno la «proprietà di anticipare la fase di crescita, grazie al supporto finanziario, benché di elevato rischio, in quanto

verosimile che all'impresa convenga ricorrere in ogni caso ad un massiccio indebitamento (a scapito dell'*equity*) in quanto, ad esempio, all'aumentare del debito cresce in modo esponenziale il rischio d'insolvenza. Così, anche l'affermazione di Pardolesi che è stata riportata nel testo, riguardante il rapporto tra LBO e costo del capitale («gli LBOs consentono di ridurre il costo del capitale, quante volte l'onere da indebitamento risulti meno oneroso del ricorso all'*equity*»), va quindi letta alla luce di una considerazione inopinabile: all'aumentare dell'indebitamento aumenta anche il rischio per l'impresa; ne consegue che sarebbe errato affermare che all'impresa conviene indebitarsi sempre e comunque a livelli altissimi, piuttosto che finanziarsi attraverso mezzi propri.

⁴³ Pardolesi Roberto, "Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1989, Vol. I, pag. 416. Tale concetto è emerso quando sono stati trattati il *family buy-out* ed il *management buy-out* nella parte iniziale del capitolo.

⁴⁴ *Ibidem*, pag. 417.

viene consentito di realizzare iniziative che, senza il predetto supporto, verrebbero attuate in epoche differite, e chissà se in un analogo contesto favorevole»⁴⁵.

Se da una parte sono state esaltate da molti le finalità e le externalità positive del *leveraged buy-out*, dall'altra si è discusso con altrettanta intensità sui profili di criticità di tale tecnica di acquisizione. L'aspetto più delicato – che rappresenta anche il tratto peculiare – delle operazioni di LBO è, in sostanza, la traslazione del costo dell'acquisto sul patrimonio della società acquisita: l'acquisizione è possibile tramite le risorse e le potenzialità – inclusa la capacità di indebitamento – della *target*; non a caso, c'è chi ha definito tale indebitamento anomalo⁴⁶. Con riferimento, in particolare, al nostro sistema legislativo, la dottrina (minoritaria) contraria alla tecnica del LBO ha incentrato le sue motivazioni su una presunta incompatibilità del *leveraged buy-out* con gli artt. 2357 («Acquisto di azioni proprie») e 2358 c.c. («Altre operazioni sulle proprie azioni»).

Nel seguente capitolo verranno esposte le principali posizioni dottrinali e le più significative sentenze giurisprudenziali in materia di LBO, relative al contesto italiano.

⁴⁵ Tartaglia Ezio, "Leveraged buyout. Rischi ed opportunità", Maggioli Editore, 2009, pag. 27.

⁴⁶ Ad esempio, Nicodemo Massimiliano, "Le operazioni straordinarie", Utet, 2010, pag. 367; Civerra Enrico, "Le operazioni straordinarie: aspetti civilistici, contabili e procedurali", Ipsoa, 2008, pag. 512 (l'autore afferma che l'indebitamento anomalo «presuppone o un'insufficienza del patrimonio della società acquirente, e, quindi, l'opportunità di procedere alla fusione al fine di garantire il debito contratto per l'acquisizione ovvero la necessità (o la volontà) per la società acquirente (indipendentemente dalla capienza del proprio patrimonio) di rimborsare il debito utilizzando la cassa generata dall'attività (o prodotta dall'alienazione dei cespiti della società *target*)»).

CAPITOLO II

PROFILI CRITICI DEL *MERGER LEVERAGED BUY-OUT*. LE POSIZIONI DI DOTTRINA E GIURISPRUDENZA

Sin dall'inizio, le operazioni di LBO sono state oggetto di numerose critiche mosse da parte della dottrina e della giurisprudenza che ne contestava la liceità, adducendo motivazioni di diversa natura. Nell'ambito della dottrina, è possibile individuare due correnti principali. In base alla tesi propugnata da una parte minoritaria degli autori, il *merger leveraged buy-out* sarebbe illecito nel nostro sistema giuridico, in quanto presuppone il compimento di una serie di atti giuridici – di per sé assolutamente leciti – che, considerati nel complesso, risultano tesi ad aggirare il divieto di *financial assistance*⁴⁷, posto dall'art. 2358 c.c. Tale disposizione

⁴⁷ «Il divieto di assistenza finanziaria (...) è comunemente interpretato come un divieto per la società di prestare assistenza o garanzia finanziaria a favore del socio o terzo che acquisisca o sottoscriva le proprie partecipazioni, al fine di evitare un annacquamento del capitale, ovvero di assicurare la neutralità della società nella determinazione della compagine sociale, ovvero ancora per garantire la destinazione produttivistica del patrimonio sociale. La portata del divieto, inteso nella sua accezione più ampia, comprende qualsiasi operazione posta in essere dalla società al fine di rendere meno oneroso, *sotto il profilo finanziario*, l'acquisto o la sottoscrizione di azioni o quote, mediante finanziamenti diretti, anticipazioni, ovvero garanzie. Funzionalizzando la portata applicativa della norma alla sua *ratio*, accanto all'ipotesi pacificamente vietata del *prestito* diretto, finalizzato all'acquisto delle proprie partecipazioni, è ritenuto altresì ricompreso nel divieto in esame un qualsiasi pagamento da parte della società all'acquirente/sottoscrittore che, pur dovuto, non è ancora esigibile, ovvero la stipula di un negozio tra la società e l'acquirente/sottoscrittore che prevede un corrispettivo eccessivo, laddove il pagamento anticipato o eccessivo rappresentano appunto una assistenza finanziaria» (tratto da: Cincotti Cristiano, "Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 2010, 6, pag. 1106); ancora, è

civilistica è stata oggetto di vari interventi legislativi, che hanno in un primo momento ampliato, per poi invece allentare, la portata del divieto. La dubbia compatibilità tra la tecnica del *merger leveraged buy-out* e l'art. 2358 c.c. è una questione che è stata dibattuta soprattutto fino all'ultima modifica dell'articolo, che risale al 2008; modifica che ha, almeno parzialmente, fugato i dubbi riguardo al rapporto tra MLBO e divieto di assistenza finanziaria. La precedente formulazione dell'art. 2358 c.c. stabiliva, a carico della società, un divieto assoluto di *financial assistance*: «La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie (comma 1). La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia (comma 2)»; unica deroga a tali disposizioni era prevista, con dei limiti, nell'ipotesi di operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di

stato affermato che il divieto in questione è improntato «all'esigenza di tutelare l'integrità del capitale sociale nonché all'obiettivo di evitare che le risorse della società fossero distratte a fini diversi da quello produttivo e a vantaggio di interessi individuali, desiderosi di acquisire od accrescere una partecipazione alla società, volendosi in sostanza impedire che il denaro di tutti fosse impiegato per finanziare la scalata di qualcuno e distratto dal perseguimento dell'attività sociale» (in: Tedeschini Francesco, Ginevri Sacco Andrea, "La nuova disciplina dei conferimenti in natura dell'assistenza finanziaria nelle S.p.A.: primi spunti applicativi", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 2009, 1, pag. 58 ss.). In ambito giurisprudenziale, sempre con riferimento alla *ratio* dell'art. 2358 c.c., si riporta quanto affermato dal Tribunale di Milano, chiamato a pronunciarsi sull'eventuale sospensione di una delibera di fusione (della società Trenno: il caso sarà ampiamente trattato in seguito): «(...) l'interesse tutelato da questa norma [art. 2358 c.c.] non è soltanto quello dell'integrità del capitale ma anche quello di evitare che la società utilizzi mezzi propri per condizionare il suo mercato azionario e il conseguente assetto organizzativo della compagine sociale» (in: Utet giuridica, Giurisprudenza Italiana, 1998, 7, pag. 1440 ss.).

società controllate o controllanti⁴⁸. Il decreto 142/2008⁴⁹ ha apportato modifiche significative all'art. 2358 c.c., mitigando il divieto perentorio di *financial assistance* previsto fino a quel momento. Infatti, l'attuale formulazione dell'art. 2358, comma 1, c.c., ha introdotto una possibilità di deroga al divieto di assistenza finanziaria, che rimane comunque in vigore, ma può essere superato se sussistono le condizioni enunciate nel medesimo articolo: «La società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, se non alle condizioni previste dal presente articolo»⁵⁰. I

⁴⁸ Art. 2358, comma 3, c.c.: «Le disposizioni dei due commi precedenti non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate. In questi casi tuttavia le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenute nei limiti degli utili distribuibili regolarmente accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato». Questo era il previgente art. 2358 c.c., così come risultava dalle modifiche apportate dal D.P.R. 30/1986, che aveva ampliato l'entità del divieto rispetto al testo originario («La società non può fare anticipazioni sulle proprie azioni, né prestiti a terzi per acquistarle»).

⁴⁹ L'intervento del legislatore italiano è stato finalizzato a dare attuazione alla direttiva 2006/68/CE, che ha modificato l'art. 23 della c.d. 'Seconda Direttiva' (77/91/CEE, intesa a coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste negli Stati membri per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi, in relazione alla costituzione della società per azioni, nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del capitale sociale della stessa).

⁵⁰ Quindi, nel rispetto dei presupposti evidenziati dal legislatore, «il nuovo art. 2358 c.c. disciplina le operazioni di assistenza finanziaria effettuate direttamente o indirettamente per favorire sia l'acquisto di proprie azioni sia la sottoscrizione di nuove azioni emesse a fronte di un aumento del capitale sociale. La nuova disposizione, quindi, consente alla società sia di concedere un prestito a chi intende acquistare o sottoscrivere le sue azioni sia di prestare delle garanzie a supporto delle stesse operazioni. Le garanzie in questo caso potranno essere prestate o a favore di un finanziatore dell'acquirente o del sottoscrittore oppure a favore del socio che, alienando le proprie azioni, consente una dilazione di pagamento a fronte della quale gli viene prestata la garanzia dalla

requisiti richiesti sono sia di carattere procedurale che sostanziale. Sul piano procedurale, il legislatore ha imposto l'obbligo, a carico degli amministratori, di predisporre una relazione, che dovrà essere depositata presso la sede della società durante i trenta giorni che precedono l'assemblea, in modo che quest'ultima possa deliberare in modo consapevole, in quanto il comma 1 subordina la realizzazione dell'operazione alla preventiva autorizzazione da parte dell'assemblea straordinaria. Il verbale dell'assemblea, congiuntamente alla relazione degli amministratori, deve essere poi depositato entro trenta giorni per l'iscrizione nel registro delle imprese. La relazione dell'organo amministrativo deve possedere dei requisiti di sostanza, che sono specificati dallo stesso articolo: essa deve illustrare, «sotto il profilo giuridico ed economico, l'operazione, descrivendone le condizioni, evidenziando le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali che la giustificano, lo specifico interesse che l'operazione presenta per la società⁵¹, i rischi che essa comporta per la liquidità e la solvibilità della società⁵² ed indicando il prezzo al quale il terzo⁵³ acquisirà le

società», tratto da: Demuro Ivan, "L'assistenza finanziaria nell'acquisto di azioni proprie", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 2010, 2, pag. 229.

⁵¹ A questo proposito è stato opportunamente osservato che «in quest'ottica la relazione deve fornire un'illustrazione degli impatti che l'assistenza finanziaria è idonea a produrre su tutti gli elementi che contribuiscono a delineare l'ambito dell'interesse sociale. Più precisamente rientra in questa sezione della relazione anche la descrizione degli effetti dell'operazione su elementi rilevanti ai fini della nozione di interesse sociale ma non direttamente connessi all'attività imprenditoriale svolta, quali ad esempio la valorizzazione dei titoli azionari e/o la loro negoziabilità» (da: Tedeschini Francesco, Ginevri Sacco Andrea, "La nuova disciplina dei conferimenti in natura dell'assistenza finanziaria nelle S.p.A.: primi spunti applicativi", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 2009, 1, pag. 58 ss.).

⁵² È il cosiddetto *solvency test* che, «si concreta nella verifica, affidata alla cura e alla responsabilità degli amministratori, i quali, al momento della (proposta o esecuzione di) deliberazione di distribuzione di attivi,

azioni. Nella relazione gli amministratori attestano altresì che l'operazione ha luogo a condizioni di mercato⁵⁴, in particolare per quanto riguarda le garanzie⁵⁵ prestate e il tasso di interesse praticato per il rimborso del finanziamento, e che il merito di credito della controparte è stato debitamente valutato⁵⁶» (art. 2358, comma 3, c.c.)⁵⁷; inoltre, è previsto un

verificano che la società sia nelle condizioni di adempiere le proprie obbligazioni nel corso del tempo. (...) Sul piano teorico, tale verifica può assumere forme e seguire procedure molto diverse, ed essere più o meno vincolata da criteri legislativi che gli amministratori devono seguire mentre conducono la loro valutazione», fermi restando alcuni elementi comuni che caratterizzano tutti i *solvency test*: «benché in modi diversi, tengono tutti in considerazione i flussi di cassa prospettici in entrata e in uscita dalla società entro un certo arco di tempo; tutti, inoltre, «responsabilizzano» gli amministratori, sottoponendo la loro valutazione a un controllo di tipo successivo» (tratto da: Sandrelli Giulio, «La direttiva sul capitale sociale dopo l'«aggiornamento» del 2006: dibattito e riforme», Giuffrè, Rivista dei dottori commercialisti, 2008, 6, pag. 1125 ss.).

⁵³ «La nozione di « terzo » dovrebbe ragionevolmente ricomprendere anche i soci della società, e non solo coloro che intendano diventare soci» (Tedeschini Francesco, Ginevri Sacco Andrea, «La nuova disciplina dei conferimenti in natura dell'assistenza finanziaria nelle S.p.A.: primi spunti applicativi», Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 2009, 1, pag. 58 ss.).

⁵⁴ Previsione introdotta in ossequio al nuovo art. 23 della Seconda Direttiva, così come modificato dalla direttiva 2006/68/CE, che prevede che le operazioni di assistenza finanziaria siano realizzate a condizioni di mercato eque.

⁵⁵ È stato osservato che, secondo quanto disposto dal legislatore comunitario, «per *garanzie* si debbano intendere quelle prestate dai terzi *alla società* a fronte dell'assistenza finanziaria e non *dalla società* ai terzi quale forma di assistenza»; *ibidem*.

⁵⁶ Si fa riferimento ai *credit rating* rilasciati dalle agenzie di *rating*.

⁵⁷ Il successivo comma 4 recita: «In deroga all'articolo 2357-ter, quando le somme o le garanzie fornite ai sensi del presente articolo sono utilizzate per l'acquisto di azioni detenute dalla società ai sensi dell'articolo 2357 e 2357-bis l'assemblea straordinaria autorizza gli amministratori a disporre di tali azioni con la delibera di cui al secondo comma. Il prezzo di acquisto delle azioni è determinato secondo i criteri di cui all'articolo 2437-ter, secondo comma. Nel caso di azioni negoziate

ulteriore requisito di sostanza della relazione, in alcune ipotesi specificate: «Qualora la società accordi prestiti o fornisca garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie a singoli amministratori della società o della controllante o alla stessa controllante ovvero a terzi che agiscono in nome proprio e per conto dei predetti soggetti, la relazione di cui al terzo comma attesta altresì che l'operazione realizza al meglio l'interesse della società» (art. 2358, comma 5, c.c.). L'intervento del legislatore non ha invece modificato il divieto per la società di accettare azioni proprie in garanzia, che viene riproposto al settimo comma dell'art. 2358 c.c. («La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia»), né ha variato la possibilità per la società di prestare assistenza finanziaria ai propri dipendenti o a quelli di società controllanti o controllate per l'acquisto di proprie azioni («Salvo quanto previsto dal comma sesto, le disposizioni del presente articolo non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate»⁵⁸: art. 2358, comma 8, c.c.).

in un mercato regolamentato il prezzo di acquisto è pari almeno al prezzo medio ponderato al quale le azioni sono state negoziate nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea».

⁵⁸ Il legislatore precisa che, nell'ipotesi di operazioni di assistenza finanziaria realizzate a favore di determinate categorie di soggetti, non si applicano le disposizioni previste nell'art. 2358, con la sola eccezione del comma 6, che riguarda i limiti quantitativi dell'importo massimo utilizzabile a tal fine: «L'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite ai sensi del presente articolo non può eccedere il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato, tenuto conto anche dell'eventuale acquisto di proprie azioni ai sensi dell'articolo 2357. Una riserva indisponibile pari all'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite è iscritta al passivo del bilancio».

Infine, il comma 9 conclude l'articolo come segue: «Resta salvo quanto previsto dagli articoli 2391-*bis* e 2501-*bis*»: si precisa quindi che, ferma restando la nuova disciplina contenuta nell'art. 2358 c.c., continua a restare in vigore la disciplina civilistica relativa alle operazioni con parti correlate (art. 2391-*bis* c.c.) ed alla fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (art. 2501-*bis* c.c.). Sembrerebbe quindi finalmente risolto il dilemma relativo alla compatibilità o meno tra *merger leveraged buy-out* e divieto di *financial assistance*. Di questo avviso sono diversi autori⁵⁹: si riporta, a titolo esemplificativo, quanto affermato

⁵⁹ A titolo esemplificativo si riporta quanto affermato in proposito da alcuni illustri autori: «a seguito della nuova disciplina sull'assistenza finanziaria dovrebbe essere venuto meno il pericolo di violazione dell'art. 2358 c.c., con la conseguenza che la società *target* potrà prestare, nel rispetto dei limiti consentiti, assistenza finanziaria alla *NewCo* al fine di dar luogo ad una operazione di *leveraged buy out*. Tutto questo, naturalmente, dovrà essere effettuato nel rispetto e con l'integrazione delle due procedure» (tratto da: Demuro Ivan, "L'assistenza finanziaria nell'acquisto di azioni proprie", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 2010, 2, pag. 229); ancora, è stato scritto che con il decreto 142/2008 «(...) il legislatore non ha inteso identificare quali fattispecie fossero legittime e quali fossero illegittime, ma si è limitato a stabilire la regolamentazione del processo attraverso il quale la società *target* può concedere prestiti e garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni e a definire il livello di informazioni che debbono essere rese disponibili dagli organi sociali ai soci della società. La norma fa infine espressamente salva l'applicabilità dell'articolo 2501-*bis* c.c., che pertanto troverà applicazione insieme all'articolo 2358 c.c. nelle ipotesi, come quella qui esaminata del *merger leveraged buy out*, con ciò eliminando ogni dubbio sulla possibilità che le due norme possano coesistere e disciplinare aspetti diversi della medesima fattispecie. Con la conseguenza che un'acquisizione realizzata con la leva finanziaria e con la successiva fusione per incorporazione della società *target* nella società acquirente sarà in primis disciplinata dall'articolo 2501-*bis* c.c. e, per quanto concerne l'aspetto del rilascio di specifiche garanzie da parte della società *target* a favore dell'acquisto delle proprie azioni, dall'articolo 2358 c.c.» (tratto da: Piattelli Umberto, "Le recenti modifiche agli articoli 2357 e 2358 del codice civile: nuove opportunità per le operazioni di *leveraged buy out*?", Il Nuovo Diritto delle Società – rivista elettronica, 2009, 12, pag. 74).

da un autorevole esperto in materia: «Mi pare, invece, che l'esplicito richiamo [quello del comma 9 dell'art. 2358 c.c.] valga a sancire definitivamente ciò che a me è parso sempre evidente e che nella letteratura specialistica straniera e comparatistica viene dato come pressoché assodato: che cioè il *mlbo* è fenomeno che rientra a pieno titolo nella problematica della *financial assistance*. (...) Ci pare oggi difficile da sostenere un'interpretazione che (...) continui a ritenere il fenomeno del *mlbo* estraneo e sottratto, di per sé, al divieto di assistenza finanziaria, adducendo una pretesa irriducibilità strutturale di tale operazione alle condizioni di legittimità a cui il legislatore ha oggi subordinato l'allentamento del divieto di assistenza finanziaria che da assoluto diventa condizionato. Ci pare, invece, che oggi possa finalmente ricomporsi armoniosamente il quadro giuridico entro cui tali operazioni sono collocate. E, in particolare, ci pare di poter più fondatamente affermare che il *mlbo* è fenomeno che non può sottrarsi alla prospettiva analitica della *financial assistance* ma che, anzi, deve ricercare in essa le condizioni della sua legittimazione. Da questo punto di vista, potrà allora concludersi come le «genuine» operazioni di *mlbo* risulteranno di per sé e necessariamente rispettose del nuovo divieto «condizionato» non venendo in alcun modo a ledere l'integrità del capitale sociale; viceversa, potrà avvedersi come alcune patologiche deviazioni del *mlbo* possano ritenersi illecite proprio perché lesive del principio di integrità del capitale sociale (sub specie di annacquamento e illecita distribuzione) e quindi censurabili proprio e soprattutto in base all'art. 2358 c.c. (nuova veste) e non tanto ai sensi dell'art. 2501-bis c.c.»⁶⁰.

⁶⁰ Carriere Paolo, "La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria", Ipsoa, Le Società, 2010, 1, pagg. 11-12.

Come è stato accennato, un'altra criticità del *merger leveraged buy-out* riguarda la sua presunta inconciliabilità con l'art. 2357⁶¹ ss. c.c., che disciplinano l'acquisto di azioni proprie. In particolare l'art. 2357 c.c., nella sua versione attuale⁶², vieta alla società di acquistare azioni proprie «se

⁶¹ La *ratio* della disposizione civilistica in esame è «evitare che l'acquisto di azioni proprie abbia l'effetto che l'attivo netto scenda al di sotto del valore del capitale sottoscritto aumentato delle riserve che la legge o lo statuto non permettono di distribuire. (...) La funzione di tale disposizione è infatti quella di salvaguardare l'integrità del capitale. Tutto ciò a tutela, sia dell'interesse dei soci contro rimborsi di capitale preferenziali che, e soprattutto, dell'interesse dei creditori sociali contro la possibilità di annacquamento del capitale. Ed è sempre in funzione della tutela dell'integrità del capitale che parte della dottrina giustifica l'altra limitazione acquisto soltanto di azioni interamente liberate contenuta nell'art. 2357», (tratto da: Chieffi Ilaria, "Il *leveraged buyout* nell'ordinamento italiano", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1992, pag. 999).

⁶² Come l'art. 2358, così anche l'art. 2357 c.c. è stato oggetto di svariati interventi da parte del legislatore. Il testo originario del 1942 recitava: «la società non può acquistare azioni proprie, se l'acquisto non è autorizzato dall'assemblea generale dei soci, non è fatto con somme prelevate da utili regolarmente accertati e le azioni non sono interamente liberate». Il legislatore nazionale è poi intervenuto con il D.P.R. 30/1986 (recepimento la Seconda Direttiva comunitaria), che riformulò l'art. 2357 c.c. prevedendo che: «[1] la società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate; [2] l'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo; [3] in nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale». Questa ultima disposizione, in occasione del recepimento della direttiva 92/101/CEE, venne poi modificata come segue: «in nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate». La riforma Vietti (D. Lgs. 6/2003) ha apportato mutamenti marginali alla disciplina dell'acquisto di azioni proprie (ad esempio ha introdotto, tra i casi speciali di acquisto di azioni proprie, l'acquisto per effetto di scissione: art. 2357-*bis*, n. 3, c.c.), non modificando direttamente il testo dell'art.

non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato», prevedendo inoltre che le azioni acquistate siano «interamente liberate» (comma 1); ancora, stabilisce che l'operazione debba essere autorizzata dall'assemblea, «la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo» (comma 2), ed indica infine il limite quantitativo massimo ai fini dell'acquisto delle azioni proprie, ovvero la quinta parte del capitale sociale⁶³. Ai sensi del quinto comma dell'art. 2357

2357 c.c. Infine, la direttiva comunitaria 2006/68/CE ha condotto ad una riformulazione del terzo comma dell'art. 2357 c.c., attuata mediante il D.L. 5/2009: «il valore nominale delle azioni acquistate a norma del primo e secondo comma dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tale fine anche delle azioni possedute da società controllate». Ne deriva che non esiste più un limite quantitativo all'acquisto delle proprie azioni da parte delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio; inoltre, il limite percentuale massimo delle azioni proprie acquistabili è stato elevato, passando dalla decima parte alla quinta parte del capitale sociale. Per una visione completa dell'evoluzione della disciplina dell'acquisto di azioni proprie, si consiglia: Richter Mario Stella jr., "Novità in tema di acquisto delle proprie azioni", Giuffrè, Rivista delle società, 2009, 2-3, pag. 286 ss.

⁶³ Art. 2357, comma 3, c.c.: «Il valore nominale delle azioni acquistate a norma del primo e secondo comma dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tale fine anche delle azioni possedute da società controllate»; comma 4: «Le azioni acquistate in violazione dei commi precedenti debbono essere alienate secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto. In mancanza, deve procedersi senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale. Qualora l'assemblea non provveda, gli amministratori e i sindaci devono chiedere che la riduzione sia disposta dal tribunale secondo il procedimento previsto dall'articolo 2446, secondo comma»; comma 5: «le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona». L'art. 2357-bis c.c. elenca dei casi speciali in cui può verificarsi acquisto di azioni proprie, non sottoposti alle limitazioni

c.c, tali condizioni devono sussistere anche nell'ipotesi di acquisto di azioni proprie realizzato tramite società fiduciaria o interposta persona: dunque, nel caso del MLBO, la questione che è stata sollevata è che la società veicolo potrebbe agire in qualità di soggetto interposto della *target*, ponendo in essere l'acquisto di azioni proprie (ovvero della società bersaglio) e violando in questo modo le condizioni poste dall'art. 2357 c.c. (in particolare, la soglia massima rappresentata dalla quinta parte del capitale sociale).

2.1. Dottrina e *merger leveraged buy-out*

Con la riforma del diritto societario (D. Lgs. 6/2003), è stato introdotto l'art. 2501-bis c.c., rubricato «Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento»: con l'inserimento della norma in questione, il legislatore ha quindi decretato la legittimità nel nostro ordinamento del *leveraged buy-out* (o, più precisamente, del *merger leveraged buy-out*), mettendo – quasi – fine ai contrasti che si erano avuti (soprattutto in dottrina) fino a quel momento. Come poi è stato illustrato all'inizio di questo capitolo, il D. Lgs. 142/2008, modificando l'art. 2358 c.c., sembrerebbe aver sancito in modo definitivo la liceità dell'istituto nel nostro ordinamento giuridico. Tuttavia, poiché il dibattito italiano sulla presunta illiceità del (*merger*) *leveraged buy-out* ha coperto un considerevole lasso temporale (fino appunto all'introduzione

imposte dall'art. 2357 c.c., ovvero quegli acquisti effettuati: «1) in esecuzione di una deliberazione dell'assemblea di riduzione del capitale, da attuarsi mediante riscatto e annullamento di azioni; 2) a titolo gratuito, sempre che si tratti di azioni interamente liberate; 3) per effetto di successione universale o di fusione o scissione; 4) in occasione di esecuzione forzata per il soddisfacimento di un credito della società, sempre che si tratti di azioni interamente liberate».

dell'art. 2501-bis c.c., nel 2003) e ha visto contrapporsi illustri esponenti in dottrina, così come ha visto esprimere pronunce giurisprudenziali spesso discrepanti tra loro, sembra opportuno ricostruire un quadro delle principali posizioni ed opinioni espresse in passato sull'argomento, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza.

L'orientamento dottrinario maggioritario si era espresso a favore dell'istituto, ritenendo in linea generale che non vi fosse incompatibilità tra l'operazione di *merger leveraged buy-out* ed il divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c. e/o con la disciplina prevista per l'acquisto di azioni proprie ex 2357 ss. c.c. La tesi favorevole alla liceità dell'istituto (detta anche tesi formalistica) si fondava su una visione atomistica dell'operazione, in virtù della quale nessuno dei singoli negozi giuridici posti in essere nell'ambito dell'operazione di MLBO contrastava con il dettato civilistico⁶⁴. Tra i tanti autorevoli sostenitori di questa tesi, si

⁶⁴ Il ragionamento fatto dagli autori che rientrano in questa corrente di pensiero può essere sintetizzato così: «Se si ripercorrono le singole fasi della fattispecie in esame, si evidenzia infatti come in ciascuna di esse non si verifica alcuna violazione del disposto dell'art. 2358 cod. civ. Nella fase 1), assunzione del finanziamento da parte dell'acquirente, la società target è totalmente estranea al rapporto di finanziamento instaurato, anzi ne è la vittima predestinata e talvolta ignara; nella fase 2), acquisto delle azioni, la società acquirente acquista le azioni dai soci della società target ; la garanzia concessa ai finanziatori può avere sì ad oggetto le azioni oggetto di acquisizione, ma è prestata direttamente dalla società acquirente e non dalla società target che non delibera nulla e non rilascia alcuna garanzia; nella fase 3), fusione per incorporazione della target nell'acquirente, la società target non delibera nulla a favore dei finanziatori; l'assunzione del debito contratto dall'acquirente è solo una conseguenza della deliberazione di fusione che, benché determini una compenetrazione dei patrimoni, non crea alcuna specifica garanzia a favore dei finanziatori da parte della target che, fra l'altro, si estingue. Inoltre, la società target, per tutte le fasi dell'operazione, è soggetto passivo che non compie alcun tipo di attività eccetto la fusione finale» (tratto da: Carera Barbara, "Il leveraged buy out", Il Sole 24 Ore, Diritto e pratica delle società, 2005, 8, pag. 53).

può annoverare, a titolo esemplificativo, il contributo di alcuni di essi: Disiano Preite asseriva che «non esiste una correlazione automatica tra le operazioni di *merger-LBO* (...) e la lesione di interessi dei soci e dei creditori, giacché tale lesione dipende da una complessa serie di fattori che possono sussistere o mancare nelle singole concrete fattispecie»⁶⁵. In relazione all'art. 2358 c.c., Camilletti sostenne che «vi è diversità tra il soggetto che fornisce la garanzia e il soggetto che acquista le azioni proprie, con conseguente esclusione dell'applicabilità dell'art. 2358 c.c. alla fattispecie in esame»⁶⁶. L'autore si esprime anche a proposito della presunta incompatibilità tra art. 2357 c.c. e MLBO: analizzando la casistica delle fusioni attuabili nell'ambito dell'operazione – vale a dire: fusione per unione;

⁶⁵ Preite Disiano, "I *merger leveraged buy – outs* e gli artt. 2357 e 2358 c.c.", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1993, Vol. II, pag. 110. Nello stesso articolo l'autore, con riferimento alle fusioni utilizzate nell'ambito dei LBO, afferma che esse «non solo possono svolgere positive funzioni economico – finanziarie, ma debbono essere approvate dai soci, cosicché non possono essere strumento per la manipolazione, da parte degli amministratori, della compagine societaria. Infine, lungi dal danneggiare i creditori, esse sono il presupposto *necessario* per una loro piena tutela nell'ambito di operazioni di LBO. Proprio il ricorso alla fusione (soggetta ad approvazione assembleare) consente infatti ai creditori (nonché ai soci) di autotutelarsi rispettivamente ex artt. 2503 c.c. (e rispettivamente ex artt. 2377 e 2373 c.c.) bloccando (o impugnando) la fusione e quindi tutta l'operazione di LBO, quando essa presenti rischi eccessivi ed un eccessivo ricorso all'indebitamento (o leda i soci od alcuni soci)».

⁶⁶ Camilletti Francesco, "Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c.d. *merger leveraged buy out*", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1994, Vol. I, pagg. 144-154. Analogo esame viene compiuto da Chieffi Ilaria, in "Il *leveraged buyout* nell'ordinamento italiano", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1992, pp. 993-1014. L'autrice conclude la sua analisi sulla compatibilità dell'istituto rispetto agli artt. 2357 e 2358 c.c. affermando che «una valutazione complessiva dell'istituto del *leveraged buyout* nell'ordinamento italiano non può essere che positiva. Sebbene, la questione della sua liceità non sembri suscettibile di un solo tipo di soluzione, bensì dipenda dalle concrete caratteristiche che rivestono le singole tipologie; tuttavia, quella più frequente vale a dire il *leveraged buyout* con fusione può dirsi lecita».

incorporazione della *target* nell'acquirente; incorporazione nella *target* –, Camilletti concluse che nessuna delle tipologie sembra incompatibile con il disposto dell'art. 2357 c.c.⁶⁷. Pardolesi, come già emerso nel primo capitolo, si schierò con decisione a favore del *leveraged buy-out*: l'autore non si limitò a sostenere la liceità dell'istituto del LBO sul piano normativo, ma sottolineò come, a suo giudizio, tale istituto non presentasse alcun profilo anomalo⁶⁸.

⁶⁷ «Invero nel primo caso [la società acquirente e la società *target* si fondono dando vita ad una nuova società], per effetto della costituzione della nuova società, entrambi i soggetti giuridici partecipanti alla fusione si estinguono (art. 2504-*bis* c.c.). Conseguenza che una società ormai estinta non può più acquistare le proprie azioni. Discorso analogo può essere fatto per il secondo caso [le due società si fondono per incorporazione nella società acquirente]: la società *target*, incorporata nella società acquirente, si estingue (art. 2504-*bis* c.c.), per cui non è nella possibilità di acquistare le proprie azioni. Un discorso diverso deve essere fatto invece per il terzo caso [le due società si fondono per incorporazione nella società *target*], ove, estinguendosi la società acquirente, sembra ipotizzabile un acquisto di azioni proprie da parte della *target*, che al termine dell'operazione di LBO estingue un debito contratto per acquistare le sue azioni. In questa ipotesi, però, l'operazione compiuta dalla società *target* non sembra egualmente potersi considerare illecita. Invero a norma dell'art. 2357-*bis* n. 3 c.c. le limitazioni relative all'acquisto di azioni proprie non si applicano quando ciò si verifica per effetto di successione a titolo universale o di fusione» (Camilletti Francesco, "Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c.d. *merger leveraged buy out*", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1994, pagg. 153-154).

⁶⁸ Pardolesi Roberto, "Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1989, Vol. I, pagg. 402-418. L'autore, in un altro contributo (il commento alla sentenza Trenno: "Leveraged buyout: non è fuori legge – Il commento", Ipsoa, Corriere giuridico, 1992, 10, pagg. 1133-1138), afferma: «(...) non è ben chiaro da dove dovrebbe derivare lo stigma negativo, evidentemente affidato al disvalore che il giurista, al contrario dell'economista, suole assegnare al concetto di speculazione. Mi spiego. Se il raider rivende per pezzi ciò che ha comprato in blocco, e ne cava un profitto, tutto quello che può derivarsene, in assenza di risvolti patologici, è ch'egli ha avuto la percezione di un fatto poi sanzionato dal mercato: che, cioè, la sommatoria delle parti staccate vale più dell'intero preesistente, con buona pace delle sinergie, che non c'erano oppure risultavano sottratte

In antitesi alla visione atomistica propria della dottrina favorevole all'istituto, i sostenitori dell'illiceità del *merger leveraged buy-out* fondavano la propria tesi (denominata sostanzialistica) su una visione olistica dell'operazione: malgrado le fasi dell'operazione fossero, se considerate singolarmente, senz'altro lecite, il procedimento valutato integralmente risultava perseguire l'effetto vietato dall'art. 2358 c.c.: l'incompatibilità dell'istituto rispetto a tale articolo sarebbe discesa dal fatto che, a seguito della fusione, si verifica di fatto la traslazione del debito – contratto dalla *new company* per acquisire la *target* – sul patrimonio della stessa società bersaglio, determinando una situazione per cui è come se la *target* avesse fornito garanzie per acquistare azioni proprie e si trovasse poi a rimborsare il prestito ottenuto sulla base di tali garanzie, finanziando così l'acquisizione delle proprie partecipazioni con le proprie risorse. Tra gli autori che si sono dimostrati scettici riguardo alla liceità del *leveraged buy out*, uno dei contributi più significativi è quello

alla possibilità concreta di sfruttamento. Un simile quadro non alimenta il sospetto di distruzione di ricchezza; e si ricollega, piuttosto, all'impostazione teorica che, a colpi di asimmetrie informative, vede nel LBO un mezzo per valorizzare potenzialità aziendali pretermesse o ignorate. Il calcolo può rivelarsi sbagliato in toto o troppo azzardato: ma questo non basta, va da sé, a gettare la croce sull'intera gamma di operazioni in esame». E ancora: «(...) qualsivoglia acquisto di un bene implica il suo impiego per ripianare l'investimento così effettuato. Poco importa che la sua utilizzazione sia mirata a coprire un debito contratto in vista dell'acquisto o debba, più astrattamente, sopravanzare il costo di opportunità: la logica economica non cambia. Se, così, mi risolvo ad acquistare un immobile, senza disporre di tutti i mezzi necessari, nessuno troverà da ridire sul fatto che lo dia in locazione confidando sui canoni per assolvere agli obblighi assunti in sede di mutuo. Di qui, un interrogativo: perché ciò che è norma in tutti i rapporti dovrebbe impingere nel più rigido dei divieti quando si trapassi alla materia societaria? Si dirà che la differenza è dettata dall'articolazione della compagine sociale; qualcuno – i soci di minoranza, i creditori – potrebbe lagnarsi dell'operazione. E, difatti, i giudici meneghini riconoscono margini per l'impugnativa della delibera di fusione per eccesso di potere della maggioranza e per l'opposizione dei creditori».

di Montalenti. L'autore, nel commento alla sentenza Trenno, condivide la posizione del Tribunale milanese – che opera una distinzione tra LBO leciti e non –, in contrapposizione a coloro che definì «fautori ad oltranza della liceità del *leveraged buy out*, che insistono, a mio avviso erroneamente, nel tentativo o di sostenere, formalisticamente, che l'accollo del debito non esiste perché esso si verifica nel momento in cui le azioni acquistate non esistono più perché annullate con la fusione o di ritenere, anche in questo caso formalisticamente, che la traslazione del debito è una mera conseguenza accidentale della fusione, illecita soltanto qualora sia intervenuto un accordo espresso tra acquirente, società *target* e finanziatore. E neppure convince l'argomento, per la verità più insidioso, secondo cui nel LBO non vi sarebbe una prestazione di garanzia, perché la garanzia non è specifica ma è semplicemente una garanzia generica fondata sul patrimonio delle società le cui azioni vengono acquisite»⁶⁹. Più che parlare di una violazione diretta dell'art. 2358 c.c., Montalenti non sosteneva l'assoluta illiceità dell'operazione, né, per altro verso, la sua completa legittimità: l'autore, in sintonia con quanto affermato dal Tribunale di Milano nella famigerata sentenza Trenno, riteneva necessario che la legittimità del *merger leveraged buy-out* andasse di volta in volta verificata, in quanto questa tecnica finanziaria poteva configurarsi come negozio in frode alla legge ex art. 1344 c.c.⁷⁰: il complesso dei negozi giuridici posti in essere nell'ambito di un'operazione di MLBO apparivano infatti uno strumento atto ad eludere una norma

⁶⁹ Montalenti Paolo, "Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice", Utet giuridica, Giurisprudenza Italiana, 1999, pag. 2107.

⁷⁰ L'art. 1344 c.c., rubricato "Contratto in frode alla legge", recita: «Si reputa altresì illecita la causa quando il contratto costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa».

imperativa – l’art. 2358 c.c. –, e di conseguenza l’operazione sarebbe stata nulla per illiceità della causa.

2.2. Giurisprudenza e *merger leveraged buy-out*: analisi delle principali sentenze

Come segnalato in precedenza, la questione della legittimità o meno del *merger leveraged buy-out* ha interessato anche la giurisprudenza anche se, in verità, solo marginalmente, portando di conseguenza all’emissione di un numero esiguo di pronunce in materia. Questa scarsità di interventi giurisprudenziali può essere spiegata attraverso due argomentazioni, una di natura giuridica, l’altra di carattere pratico. Per quanto concerne la prima, in base all’art. 2504-*quater* c.c. l’atto di fusione non può essere dichiarato nullo, una volta eseguita l’iscrizione nel registro delle imprese a norma dell’art. 2504, comma 2, c.c.; ne consegue che l’iscrizione – considerando che nel 2000 è stato abolito il controllo omologatorio da parte del tribunale⁷¹ – «avverrà in tempi estremamente brevi rendendo, di fatto, quasi impossibile al socio dissenziente di ottenere tale forma di tutela»⁷². L’altra possibile spiegazione della carenza di materiale giurisprudenziale sulla tematica del *merger leveraged buy-out* deriva da una constatazione di carattere

⁷¹ L’art. 32 della Legge 340/2000 (“Disposizioni per la delegificazione di norme e per la semplificazione di procedimenti amministrativi - Legge di semplificazione 1999”) ha eliminato l’omologazione prevista fino a quel momento per alcuni atti societari, quali l’atto di fusione e scissione, richiedendo soltanto l’iscrizione di tali atti presso il registro delle imprese (e la pubblicazione per estratto sulla Gazzetta Ufficiale se nell’operazione sono coinvolte società di capitali).

⁷² Bruno A. Niccolò, “Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale”, Giuffrè, Banca Borsa Titoli di credito, 2002, 6, pagg. 807-830.

empirico: infatti, «(...) molto spesso, tale tecnica di acquisizione ha avuto ad oggetto società con una ristretta base azionaria, nelle quali l'accordo di compravendita viene facilmente raggiunto con tutti i soci (risultando così molto limitate le probabilità di contestazioni)»⁷³. Fatta questa premessa, si prosegue con l'esaminare le principali sentenze sul tema.

Una delle pronunce più rilevanti sulla questione – nonché prima sentenza in materia – è quella emessa in sede civile dal Tribunale di Milano il 14 maggio 1992, sul caso Farmitalia. Siamo alla fine degli anni '80: la Montedison S.p.A. detiene - direttamente o indirettamente – il 100% di Erbamont N.V. e di Erbamont Italia B.V. (più precisamente, quest'ultima è interamente posseduta da Erbamont Holland B.V., a sua volta totalmente detenuta da Erbamont N.V., i cui titoli azionari sono per il 34% di Montedison S.p.A. e per il 50% di Montedison International Holding, a sua volta posseduta da Montedison S.p.A.). Erbamont N.V. ed Erbamont Italia B.V. detengono insieme il 75% della Farmitalia Carlo Erba s.p.a (più precisamente Erbamont Italia B.V. detiene il 55%; Erbamont N.V. il 20%); quindi la Montedison, alla data dei fatti esaminati, possiede il 75% del capitale di Farmitalia, mediante società del proprio gruppo. Nel settembre 1987 la SIFI S.p.A. (finanziaria detenuta interamente dalla Montedison) lancia un'OPAS (offerta pubblica di acquisto e di scambio) sul restante 25% delle azioni Farmitalia, possedute da azionisti di minoranza estranei al gruppo Montedison, riuscendo ad acquistarne il 24%. A questo punto, Erbamont Italia B.V (proprietaria del 55% del capitale di Farmitalia) compra sia i titoli azionari Farmitalia già posseduti da Erbamont N.V. (20%), sia quelli detenuti dalla

⁷³ *Ibidem*, pag. 810.

SIFI in seguito all'OPAS (24%), arrivando così a controllare direttamente il 99% del capitale di Farmitalia. In un secondo momento viene posta in essere l'operazione di *merger leveraged buy-out* vera e propria: Erbamont Italia B.V. cede ad Erbamont Industriale s.r.l. (società veicolo) – ex Robinia s.r.l., società controllata dalla Montedison ed inattiva da anni – il 64% delle azioni Farmitalia (target). Erbamont Industriale realizza l'acquisizione in parte aumentando il capitale sociale (per circa 540 miliardi di lire, sottoscritti per la maggior parte da Erbamont Inc. e per la quota restante da Erbamont N.V.), ma soprattutto, per la parte preponderante, indebitandosi con il sistema bancario (per circa 893 miliardi di lire). Nel dicembre dello stesso anno Erbamont Industriale s.r.l. e Farmitalia S.p.A. deliberano la fusione per incorporazione della seconda nella prima; la società risultante dall'operazione assume la denominazione di Farmitalia Carlo Erba s.r.l. E il debito di 893 miliardi di lire contratto da Erbamont Industriale per l'acquisizione dei titoli azionari di Farmitalia S.p.A.? Per forza di cose grava sulla società risultante dalla fusione. Così il 31 gennaio 1988 Farmitalia Carlo Erba s.r.l. paga ad Erbamont Italia B.V. circa 810 miliardi degli 893 di debito complessivo. L'unico *asset* significativo di Erbamont Industriale ante fusione era proprio la partecipazione in Farmitalia S.p.A.: ciò significa che il debito è stato ripagato necessariamente con i cespiti provenienti dall'incorporata. Descritta l'operazione, veniamo dunque alla sentenza vera e propria: Umberto Furlan, socio di minoranza della Farmitalia, impugnò la delibera di fusione tra Erbamont Industriale s.r.l. e Farmitalia S.p.A.: il Tribunale dichiarò il ricorso inammissibile, fondando il giudizio su tre motivazioni principali: la prima, basata sull'art. 2504-*quater* c.c.⁷⁴, che impedisce la pronuncia dell'invalidità dell'atto di

⁷⁴ L'art. 2504-*quater* recita: «Eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione a

fusione una volta eseguite le iscrizioni dell'atto stesso *ex art.* 2504 c.c.; il Tribunale ha affermato che tale disposizione «sembra avere carattere processuale» e, pertanto, «è immediatamente applicabile ai giudizi in corso e quindi anche a quello oggetto della presente controversia»⁷⁵. In secondo luogo, il Tribunale ha smentito l'argomentazione dell'attore in base alla quale la fusione era nulla perché violava la norme imperative degli artt. 2357 e seguenti. c.c. (che disciplinano modalità e limiti per l'acquisto di azioni proprie), sottolineando che «le azioni Farmitalia, oggetto di OPAS, furono acquistate da SIFI per conto di Erbamont N.V. e di Erbamont Italia B.V. e poi cedute da SIFI ad Erbamont Italia B.V.; quest'ultima ne trasferì il 64% ad Erbamont Industriale s.r.l. che, per pagarne una parte del corrispettivo pattuito (1433 miliardi), deliberò un aumento del suo capitale sottoscritto per 390 miliardi da Erbamont Inc. e per 150 miliardi da Erbamont N.V., mentre per la restante parte rimase debitrice diretta di Erbamont Italia B.V.; seguì la fusione per incorporazione di Farmitalia in Erbamont Industriale s.r.l.»⁷⁶; i giudici conclusero limitandosi ad affermare – in modo piuttosto criptico – che «non v'è chi non veda che né prima né dopo la fusione vi sia stato da parte della Farmitalia S.p.A. acquisto di azioni proprie e quindi violazione del divieto posto dall'art. 2357 c.c.». Infine, il Tribunale di Milano ha negato che nell'operazione in questione sussistesse violazione – diretta ed indiretta –

norma del secondo comma dell'art. 2504, l'invalidità dell'atto di fusione non può più essere pronunciata. Resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione».

⁷⁵ La sentenza, contenente anche una dettagliata descrizione dei fatti, è riportata in: Giuffrè, *Giurisprudenza commerciale*, 1994, pag. 142.

⁷⁶ *Ibidem*, pagg. 143-144.

dell'art. 2358 c.c.: «Nel caso oggetto del presente giudizio, la Farmitalia non ha accordato alcun prestito alla s.r.l. Erbamont Industriale (acquirente) o fornito alcuna garanzia alla Erbamont Italia B.V. (alienante), per l'acquisto, da parte della prima, di azioni Farmitalia di proprietà della seconda; non v'è quindi violazione diretta del disposto del primo comma dell'art. 2358 c.c. Né può parlarsi di violazione indiretta di questa disposizione, non potendosi configurare la fusione come negozio in frode alla legge»⁷⁷. Tuttavia, nella sentenza il Collegio ha riconosciuto agli azionisti di minoranza della società obiettivo il diritto di «impugnare la delibera di fusione che essi ritengano lesiva dei loro diritti, deducendo l'eccesso di potere della maggioranza», così come ha riconosciuto ai creditori della stessa società *target* il diritto di opporsi alla fusione, precisando tuttavia che «questi strumenti di tutela non sono stati tempestivamente utilizzati né dall'attore, né dai creditori della società incorporata»⁷⁸. In conclusione: siamo nel 1992, caso Farmitalia-Montedison, ed i giudici milanesi – in sede civile – affermano la liceità dell'operazione di *merger leveraged buy out*.

La risoluzione della liceità o meno dell'istituto, tuttavia, non è agevole come sembra. Il 18 settembre 1992 – quindi circa quattro mesi dopo la suddetta sentenza – il Tribunale di Milano esamina la stessa vicenda in sede penale, ribaltando radicalmente il giudizio, ovvero condannando gli amministratori delle società coinvolte nell'operazione, in quanto ritiene che vi sia stata violazione dell'art. 2357 c.c., in virtù del quale «la società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve

⁷⁷ *Ibidem*, pag. 144.

⁷⁸ *Ibidem*.

disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato»; inoltre le azioni acquistate devono essere interamente liberate, ovvero devono essere stati effettuati i corrispondenti versamenti dovuti da parte dei soci. Le suddette previsioni civilistiche, per espressa indicazione del comma 5, «si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona». I giudici milanesi (in sede penale) sostengono che per interposizione il legislatore intende non soltanto quella “fittizia” («accordo tra interposto, interponente e terzo, in base al quale si conviene che gli effetti del negozio concluso tra terzo ed interponente non si producano in capo a quest’ultimo, che accetta di essere un mero prestanome ma all’interposto, che è il vero contraente pur dissimulato»⁷⁹), ma anche quella “reale”, ovvero l’ipotesi di «rappresentanza indiretta in cui l’interposto, pur agendo in nome proprio, nondimeno ha agito per conto dell’interponente in forza di un rapporto che può avere la più varia regolamentazione»⁸⁰: il Collegio ritenne che quest’ultima forma di interposizione fosse rinvenibile nell’operazione esaminata, in cui «Erbamont Industriale s.r.l. (soggetto interposto) con contratto di compravendita data 2 novembre 1987 ha acquistato da Erbamont Italia B.V. (terzo alienante) per conto di Farmitalia Carlo Erba S.p.A. (soggetto interponente) azioni di quest’ultima per un ammontare complessivo di circa lire 1433 miliardi)»⁸¹, violando in tal modo il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall’ultimo bilancio approvato. In sintesi, in base alla ricostruzione del Tribunale, la Farmitalia

⁷⁹ La sentenza è riportata in: Giuffrè, *Giurisprudenza commerciale*, 1993, 1, pag. 98.

⁸⁰ *Ibidem*.

⁸¹ *Ibidem*, pag. 99.

S.p.A. aveva realizzato un acquisto di azioni proprie per interposta persona, ovvero Erbamont Industriale, che aveva comprato le azioni da Erbamont Italia B.V., su incarico della stessa società emittente le azioni (Farmitalia). A sostegno di questa ricostruzione i giudici evidenziarono come Erbamont Industriale fosse stata, prima dell'acquisto, una società fortemente sottocapitalizzata ed inattiva da anni, *status* che li indusse a ritenere che la società avesse realizzato l'acquisto non per conto proprio, ma per conto di altri, tant'è che poi fu proprio la stessa Farmitalia, a seguito della fusione, a fornire la maggior parte dei mezzi finanziari per l'acquisto delle azioni (altra prova secondo i giudici milanesi che Erbamont Industriale agì per conto di Farmitalia). Volendo dunque riepilogare, il Tribunale in sede di giudizio penale si è concentrato non tanto sull'operazione di *merger leveraged buy-out* nel suo complesso, quanto piuttosto sull'operazione di acquisto delle azioni, come si evince facilmente da quanto riportato nella stessa sentenza: «del tutto irrilevante – e, sotto alcuni aspetti, addirittura fuorviante – risulta la questione relativa alla legittimità ed alla ammissibilità nel nostro ordinamento del cd. *leveraged buy-out* (LBO)»⁸², perché il processo «ha per oggetto non il LBO in sé (di cui singole modalità concrete di attuazione ben potrebbero essere lecite) ma l'operazione posta in essere dagli imputati, che sicuramente contrasta, per le ragioni ora dette, con il disposto di cui all'art. 2357 c.c.»⁸³.

Il secondo documento giurisprudenziale che verrà esaminato è il provvedimento di archiviazione del g.i.p. pronunciato presso il Tribunale di Brescia, il 1 giugno 1993, in relazione

⁸² *Ibidem*, pag. 101.

⁸³ *Ibidem*.

alla S.p.A. Fratelli Marzoli: come il caso precedente, si tratta di un'operazione di merger leveraged buy-out realizzata alla fine degli anni '80. La Marzoli S.p.A. produce macchine automatiche per la filatura. Nel giugno 1989 viene costituita la Marfin s.r.l., il cui capitale è detenuto per il 32,50% da Aldo e Pierfranco Marzoli – azionisti anche della Marzoli S.p.A. in misura pari al 16,50% -, e per il restante 67,50% dalla Finpez S.p.A., produttrice di telai per tessitura. Nello stesso periodo, la Finpez costituisce (quasi unilateralmente) la Unimarfin s.r.l., di cui possiede il 99,5% delle quote. Nel settembre del medesimo anno la Marfin s.r.l. acquisisce il 99,9% della Unimarfin (newco) la quale a sua volta, l'anno seguente, acquisterà il 99,97% del capitale azionario della Marzoli S.p.A. (*target*), ricorrendo in gran parte all'indebitamento, ed in parte esigua al capitale proprio. Nel giugno del 1990 le assemblee straordinarie della Marzoli e della Unimarfin, a distanza di otto giorni l'una dall'altra, deliberano la fusione per incorporazione della prima nella seconda; la società risultante dalla fusione assume la denominazione di Fratelli Marzoli e C. S.p.A.; in seguito tale società realizzerà diverse cessioni di cespiti aziendali anche molto significativi (ad esempio centrali elettriche ed il ramo d'azienda dello stabilimento di Palazzolo S/O, inclusivo di immobili, impianti, macchinari, attrezzature e merci), tutti già ricompresi nel patrimonio originario della Marzoli S.p.A., al fine di rimborsare il debito contratto dalla Unimarfin per l'acquisizione della *target*. I giudici si espressero a favore dell'istituto, nel senso che dichiararono che «nessuna violazione formale degli artt. 2357 e 2358 c.c. è dato riscontrare nell'operazione “Marzoli”⁸⁴». Più precisamente, il

⁸⁴ Crespi Alberto, “Disposizioni penali in materia di società e consorzi”, Giuffrè, Rivista delle Società, 1996, 2-3, pag. 570. L'articolo citato riproduce integralmente il procedimento di archiviazione.

Tribunale di Brescia sottolineò che la società acquisita (Fratelli Marzoli S.p.A.) non aveva posto in essere un'operazione classificabile come acquisto di azioni proprie: «tale società si estingue per effetto della fusione e le azioni costituenti il capitale sociale della stessa vengono annullate. D'altra parte, poi, non sembra che si possa pure sostenere che, con l'approvazione della delibera di fusione, l'acquisita conceda un prestito o rilasci specifiche garanzie nel senso sopra individuato per l'acquisto di proprie azioni. Il fatto poi che l'acquirente dia proprie azioni in pegno al finanziatore e che questi si convinca della solvibilità del finanziato a seguito anche della valutazione del patrimonio e della redditività della società che si andrà ad acquisire con il finanziamento appare circostanza comunemente diffusa in qualsiasi attività di finanziamento – ove il finanziatore ha interesse a conoscere l'impiego dei soldi dati – ma irrilevante *ex art.* 2357 e 2358 c.c.: ciò anche nel caso in cui la società acquirente dovesse promettere al finanziatore la fusione con la società acquisita e, quindi, porre ipoteca a suo favore di alcuni immobili della società acquisita»⁸⁵. Il g.i.p. bresciano non si limitò ad affermare l'insussistenza dell'illiceità dell'operazione rispetto agli art. 2357 e 2358 c.c., ma arrivò perfino a confutare, con riferimento all'operazione in esame, quella tesi dottrinaria che considerava il *merger leveraged buy-out* come un negozio in frode alla legge, adducendo la seguente motivazione: «(...) giova ricordare che se un'operazione negoziale per essere in frode alla legge deve realizzare indirettamente il risultato vietato dalla legge, per individuare la sussistenza della frode con riferimento ad operazioni compiute occorrerà valutare se esiste un apprezzabile ragionevole e legittimo interesse delle parti,

⁸⁵ *Ibidem*, pagg. 570-571.

oppure se l'unico interesse non può che essere l'aggiramento della norma elusa. Come sottolineato da autorevole dottrina, "la carenza di interesse legittimo indurrà l'interprete a ritenere che il procedimento è messo in opera per raggiungere finalità proibite in frode alla legge e che esiste quindi un intento elusivo". In tale ottica l'esistenza di un corretto interesse aziendale e di un ragionevole obiettivo strategico economico appaiono, dunque, i requisiti che permettono di escludere la sussistenza di operazioni in frode ai disposti degli artt. 2357 e 2358 c.c. Ebbene, nel caso di specie, come sopra evidenziato, l'operazione di m.l.b.o. è stato il mezzo tecnico utilizzato dal gruppo Finpez al fine di acquisire il gruppo Marzoli e tale acquisizione rispondeva all'esigenza – verificata ed accertata dal perito – per il gruppo Finpez di presentarsi sul mercato internazionale offrendo ai clienti tutti i macchinari necessari all'intero ciclo produttivo permettendo, contestualmente, di superare, pure, i problemi che avrebbe comportato una trattativa diretta volta alla cessione della "F.lli Marzoli" alla "Finpez" a causa dell'estrema litigiosità dei detentori dei pacchetti azionari della S.p.A. "F.lli "Marzoli": all'evidenza, dunque, nel caso in esame, non può prospettarsi neppure un procedimento in frode alla legge»⁸⁶.

Particolarmente significativo è l'intervento giurisprudenziale emesso dal Tribunale di Ivrea, il 12 agosto 1995, nell'ambito del fallimento di Manifattura di Cuorgné S.p.A., azienda tessile situata in provincia di Torino, protagonista di un'intricata vicenda. Volendo sintetizzare, nel 1990 la Teseo s.r.l. ottiene da un pool di istituti bancari (in particolare, Monte dei Paschi di Siena – MPS) un primo finanziamento (di 3,5 miliardi di lire), funzionale al pagamento della prima

⁸⁶ *Ibidem*, pag. 572.

rata relativa all'acquisizione del pacchetto di maggioranza (80%) di Manifattura di Cuorné S.p.A., detenuto fino a quel momento dalla società Black Lyon. Successivamente proprio la società acquisita si procura, mediante MPS, un'anticipazione bancaria di 10,7 miliardi, fornendo garanzia tramite ipoteca sui propri beni immobili. Attraverso complessi passaggi (che coinvolsero le società Venturi Investimenti S.p.A e MEFI, facente capo al gruppo Cgf – Compagnia generale Finanziaria, dichiarate fallite rispettivamente nel 1992 e nel 1993), tali fondi giungono a Teseo s.r.l., in modo che la società potesse rimborsare il debito contratto originariamente con MPS (3,5 miliardi) e procedere al pagamento della seconda rata pattuita con Black Lyon per l'acquisizione di Manifattura di Cuorné; il contratto di anticipazione fondiaria stipulato tra la Manifattura di Cuorné e il Monte dei Paschi di Siena fu giudicato nullo dal Tribunale d'Ivrea, «perché sorretto da causa illecita e determinato da motivo illecito comune alle parti contraenti»⁸⁷. Una volta dichiarato il fallimento dell'azienda di Cuorné, la società Monte Paschi Fondiario aveva impugnato il decreto con cui il giudice delegato aveva reso esecutivo lo stato passivo che rigettava la sua istanza di insinuazione per «mancato dettaglio conteggi per rate scadute e interessi». Il curatore si costituì in giudizio, sostenendo l'illiceità delle operazioni negoziali avvenute tra Manifattura di Cuorné e Monte dei Paschi di Siena, e chiedendo quindi il rigetto dell'opposizione, sia per violazione dell'art. 2358 c.c., sia perché in esse era ravvisabile un illecito penale. I giudici

⁸⁷ La sentenza è riprodotta, con nota di Montalenti, in: Utet giuridica, Giurisprudenza Italiana, 1996, 2, pag. 196 ss.. Nella nota alla sentenza, Montalenti sottolinea che «a ben vedere la nullità è fondata, nel caso di specie, sull'illiceità del motivo, perché, come emerge in motivazione, è stata fornita la prova della consapevolezza da parte di MPS della destinazione del finanziamento».

eporediesi affermarono che le complesse operazioni poste in essere avevano «come scopo quello di far sì che il costo dell'acquisto delle azioni finisse per essere assunto dalla stessa società Manifattura di Cuorgné, le cui azioni erano compravendute. Si tratta di una sorta di *leveraged buyout* che deve considerarsi illecita per violazione dell'art. 2358 c.c., norma che vieta alla società di accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto delle proprie azioni». Richiamando una sentenza della Cassazione, il Tribunale d'Ivrea ritiene irrilevante la circostanza che il prestito sia stato fatto dalla *target* Manifattura di Cuorgné alla *newco* Teseo non direttamente, ma tramite altre società⁸⁸; così come valuta insignificante il fatto che il finanziamento sia stato concesso successivamente all'acquisto delle azioni da parte di Teseo s.r.l., in quanto «il divieto dei prestiti è posto in via generale ed onnicomprensiva per «l'acquisto» delle azioni, ed è pertanto riferibile, anche dal punto di vista letterale, tanto ai prestiti erogati in funzione di un acquisto successivo, quanto a quelli in funzione di un acquisto precedente, essendo comunque entrambi strumentali rispetto all'acquisto stesso».

Uno degli interventi giurisprudenziali più significativi in tema di *merger leveraged buy-out* è la sentenza “Trenno”,

⁸⁸ La sentenza della Cassazione menzionata dai giudici eporediesi è la n. 4916, emessa il 4 ottobre 1984. Con essa la Suprema Corte ha stabilito che «il principio inderogabile enunciato dall'art. 2483 c.c. - per il quale in nessun caso la società a responsabilità limitata può acquistare o ricevere in pegno le proprie quote - posto a tutela degli interessi dei creditori, dei soci e delle società, comporta l'invalidità di ogni operazione che, comunque eseguita, tenda a conseguire risultati analoghi. Pertanto, in caso di cessione di quote di una società a responsabilità limitata, la stessa società non può validamente accollarsi il pagamento dovuto da chi ha acquistato tali quote» (Utet giuridica, Giurisprudenza italiana, 1985, 1, pag. 593 ss.); l'art. 2483 c.c. rappresenta il parallelo per le s.r.l. dell'art. 2358 c.c., quindi le considerazioni espresse dai giudici di legittimità per le società a responsabilità limitata valgono anche per le società per azioni.

emessa dal Tribunale di Milano il 13 maggio 1999. Il caso Trenno è particolarmente interessante anche perché costituisce un esempio pratico di fusione inversa, ovvero della controllante (San Siro S.p.A.) nella controllata (Trenno S.p.A.). La vicenda può essere così riassunta: la Snai Servizi s.r.l., che provvede alla raccolta e alla contabilizzazione delle scommesse ippiche, costituisce la San Siro S.p.A. (la *newco*) – che ha per oggetto l’assunzione e la gestione di partecipazioni nel settore ippico –, allo scopo di acquisire il 67,97% del capitale sociale della Trenno S.p.A. (la *target*, quotata al Mercato Telematico, la cui attività consiste nell’assunzione e nella gestione di attività e partecipazioni nel settore degli ippodromi e delle corse dei cavalli e dei servizi connessi), controllata dalla Ferruzzi Finanziaria S.p.A. proprio per il 67,97%. L’acquisizione viene effettuata nel gennaio 1996, con ricorso preponderante agli istituti di credito. Concluso l’acquisto, ai sensi dell’art. 10, comma 8, della legge 149/1992, la San Siro S.p.A. lancia un’OPA sulla quota residua del capitale della Trenno S.p.A. Nel giugno 1997 viene approvato il progetto di fusione per incorporazione della San Siro S.p.A. nella Trenno S.p.A.: si tratta quindi di fusione inversa – o *reverse merger* –, cioè incorporazione della controllante nella controllata. Prima di arrivare al giudizio di merito vero e proprio è opportuno sottolineare che già in sede cautelare i giudici milanesi, con decreto emesso il 27 ottobre 1997, avevano respinto il ricorso di Pio Bruni, socio di minoranza della Trenno S.p.A. (società bersaglio): il Tribunale non concesse il provvedimento cautelare, in quanto riteneva insussistente il requisito del *periculum in mora*, sostenuto dal ricorrente, il quale aveva impugnato la delibera di approvazione del progetto di fusione richiedendo la sospensione degli effetti *ex art. 2378 c.c.*,

comma 4, c.c.⁸⁹. I giudici milanesi, infatti, reputarono inconsistente il «*periculum* della irreparabile lesione dei diritti dell'impugnante in caso di esecuzione di questa delibera di fusione. (...) Anche a non volere credere agli amministratori e sindaci di Trenno, secondo i quali l'operazione di fusione produrrà consistenti effetti benefici non solo al Gruppo ma alla stessa società interessata alla fusione, e dunque anche ai soci di minoranza Trenno, è certo che nella peggiore delle ipotesi Pio Bruni accuserebbe un danno di ben scarso valore economico, essendo titolare di azioni Trenno dell'attuale valore di mercato di circa tre milioni di lire. E il legislatore ha mostrato di voler favorire le operazioni di fusione, prevedendo che, in caso di esecuzione della stessa in pendenza di impugnativa o di opposizione dalla fusione «resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione» (art. 2504-*quater*, comma 2, c.c.). Questo eventuale diritto di Pio Bruni, proprio per l'esiguo ammontare della partecipazione sociale del ricorrente, non può correre il pericolo di non essere soddisfatto»⁹⁰.

⁸⁹ In materia di impugnazione di delibere assembleari, l'art. 2378, comma 4, c.c., recita: «Il giudice designato per la trattazione della causa di merito, sentiti gli amministratori e sindaci, provvede valutando comparativamente il pregiudizio che subirebbe il ricorrente dalla esecuzione e quello che subirebbe la società dalla sospensione dell'esecuzione della deliberazione; può disporre in ogni momento che i soci oppositori prestino idonea garanzia per l'eventuale risarcimento dei danni. All'udienza, il giudice, ove lo ritenga utile, esperisce il tentativo di conciliazione eventualmente suggerendo le modificazioni da apportare alla deliberazione impugnata e, ove la soluzione appaia realizzabile, rinvia adeguatamente l'udienza».

⁹⁰ Inoltre, i giudici milanesi aggiungono: «Non va poi trascurato che dal favore che il legislatore ha riservato alla fusione discende che l'accertamento della sussistenza del *periculum* non possa prescindere da un giudizio sulla valutazione comparativa tra l'interesse dell'impugnante ad ottenere la sospensione della delibera e l'interesse della società ad evitare il pregiudizio del ritardo nell'esecuzione della fusione. Nel caso in

In sede di giudizio di merito, il Tribunale dichiara inammissibile la domanda dell'attore di annullare la delibera di approvazione del progetto di fusione di San Siro in Trenno, in ossequio a quanto previsto dall'art. 2504-*quater* c.c., in virtù del quale non può essere pronunciata l'invalidità⁹¹ dell'atto di fusione una volta eseguite le iscrizioni dell'atto stesso a norma dell'art. 2504, comma 2, c.c. Premesso questo, i giudici analizzano i diversi motivi di invalidità addotti dall'attore, per verificare se il danno, richiesto in via subordinata, sia o meno ascrivibile ad un vizio della delibera impugnata. Ebbene, il Tribunale ritiene infondate tutte e tre le motivazioni sostenute dalla difesa del ricorrente, ovvero: 1) conflitto d'interessi del socio della San Siro S.p.A. nell'approvazione della fusione inversa; 2) violazione del divieto di assistenza finanziaria *ex* art. 2358 c.c.; 3) violazione dell'art. 2357-*ter*, comma 3, c.c. Con riferimento al primo punto, il Tribunale milanese rileva che il giudice istruttore «ha giustamente osservato che il conflitto di interessi, rilevante ai sensi degli artt. 2373 e 2368, secondo comma, c.c., non si concreta semplicemente quando l'operazione societaria risulti dettata da un interesse della maggioranza dei soci, essendo invece indispensabile che questo interesse contrasti con quello della società,

esame questo giudizio opera con certezza in favore della società: di fronte infatti ad un possibile danno di Pio Bruni di poche centinaia di migliaia di lire, si pone infatti un possibile danno (che la resistente valuta in svariati miliardi di lire, ma che comunque può stimarsi rilevante), dovuto alla possibile perdita di aggiudicazione di gare per la gestione telematica delle scommesse, a vantaggio delle società concorrenti». Il decreto, con nota di Niccolò Abriani, è riportato in: Utet giuridica, Giurisprudenza Italiana, 1998, 7, pag. 1440 ss.

⁹¹ L'invalidità racchiude ogni ipotesi di vizio dell'atto; ne consegue che l'iscrizione dell'atto di fusione ai sensi del secondo comma dell'art. 2504 c.c. comporta la sanatoria di ogni vizio pregresso.

risolvendosi in un danno alla stessa»⁹². Lo stesso giudice ritiene che tale condizione non sussista nel caso Trenno, in quanto nell'operazione considerata la fusione non avrebbe prodotto danni sulle società partecipanti, ma anzi avrebbe rivitalizzato l'attività statica della Trenno, sfruttando le sinergie esistenti tra l'attività di servizi altamente operativa di San Siro e l'attività principalmente immobiliare e finanziaria di Trenno. Con riferimento alla seconda motivazione opposta dall'attore, il Tribunale afferma un principio innovativo rispetto a quanto sancito dalla giurisprudenza nelle precedenti sentenze sul tema del LBO: nella sentenza Trenno i giudici stabiliscono che la liceità delle operazioni di *merger leveraged buy-out* non è definibile a priori perché tale tecnica finanziaria non presenta di per sé profili di illegittimità; è quindi necessario sottoporre a valutazione ogni singolo caso concreto, in modo tale da accertare l'operazione abbia unicamente o prioritariamente un intento elusivo (cioè aggirare il divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c., ovvero il divieto di attribuzione di garanzie e successivo accollo del debito da parte della società acquisita per l'acquisto di azioni proprie), oppure se questa sia invece motivata da valide ragioni economiche, e quindi la traslazione del debito sul patrimonio dell'acquisita si configuri come un effetto inevitabile e secondario dell'operazione⁹³. Nel caso Trenno la liceità dell'operazione

⁹² La sentenza è riprodotta in: Spolidoro Marco Saverio, "Incorporazione della controllante nella controllata e «leveraged buy out»", *Ipsa*, Le Società, 2000, 1, pagg. 76-81.

⁹³ «Occorre ricordare che il *leveraged buy out* consiste in un'operazione finanziaria diretta all'acquisto di una azienda o di una partecipazione societaria, finanziata da debiti garantiti dall'attività oggetto dell'acquisto: in sostanza, l'acquirente ottiene il finanziamento da chi confida nella bontà dell'investimento prospettato, sfruttando l'effetto di leva finanziaria offerto dalla società da acquisire. L'operazione in sé non presenta profili di illegittimità ed è anzi ampiamente usata sia per

deriva – secondo la ricostruzione dei giudici milanesi – dal fatto che «la fusione è stata proposta per rilanciare l'attività statica della Trenno con un progetto industriale proiettato verso il futuro in un'attività compatibile e sinergica in grado di generare *cash flow* consistenti: si è cioè previsto di affiancare all'attività prevalentemente immobiliare e finanziaria un'attività di servizi altamente operativa, con larghi margini di profitto e strettamente connessa alla precedente; si è riunita in un'unica impresa la gestione degli ippodromi alla gestione delle scommesse sui cavalli». Il Collegio ha anche escluso che possa rilevare in qualche modo la “tempistica”, cioè l'arco temporale intercorrente tra l'acquisizione e la delibera di fusione: «Si potrebbe rilevare che il settore delle scommesse è stato acquisito da San Siro soltanto all'ultimo momento, e cioè meno di due mesi prima della delibera di fusione, e anche in questo caso senza esborso di danaro fresco ma con permuta di azioni Trenno. Anche questa tempistica non è però sufficiente a denunciare un comportamento in frode alla legge perché ciò che conta è che nel momento in cui il negozio sospettato di frode (la delibera di fusione) è sorto, sussistevano concrete ragioni imprenditoriali che lo giustificavano». La sentenza Trenno rappresenta quindi un'importante tappa nel processo di valutazione da parte della giurisprudenza della tecnica del *leveraged buy-out*; non a caso, c'è chi l'ha definita «una svolta significativa», per due ragioni: «in primo luogo perché supera l'orientamento formalistico secondo cui l'istituto della fusione costituirebbe un procedimento negoziale neutro,

consentire al *management* di acquisire una maggiore partecipazione nell'impresa, sia per evitare il peso fiscale di una normale cessione d'azienda. (...) Occorre infatti esaminare, caso per caso, se l'operazione, unitariamente considerata, non concretizzi un negozio in frode alla legge e precisamente se siano stati utilizzati strumenti oggettivamente leciti per aggirare lo specifico divieto disposto dall'art. 2358 c.c.»; *ibidem*.

insuscettibile, *per sé*, di realizzare indirettamente effetti vietati. In secondo luogo perché afferma l'esatto e consequenziale principio secondo cui, ammessa l'applicabilità del rimedio della *fraus legi* anche al *merger leveraged buyout*, l'illiceità dell'operazione deve verificarsi *caso per caso*»⁹⁴; ne consegue che, nell'ottica dei giudici del caso Trenno, il LBO non è né sempre e comunque legittimo né, d'altra parte, inevitabilmente illecito, in quanto contrastante con l'art. 2358 c.c. o perché è configurabile come negozio in frode alla legge *ex art.* 1344 c.c. Infine, in relazione alla terza argomentazione portata avanti dalla difesa dell'attore, ovvero la violazione del terzo comma dell'art. 2357-ter c.c. (che impone, nell'ambito dell'acquisto di azioni proprie, la costituzione ed il mantenimento – finché le azioni non siano trasferite o annullate – di una riserva indisponibile pari all'importo delle azioni proprie iscritto nell'attivo del bilancio), il Collegio precisa che «il giudice istruttore ha ritenuto nell'ordinanza del 24 ottobre 1997 che l'assunto

⁹⁴ Montalenti Paolo, "Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice", Utet giuridica, Giurisprudenza Italiana, 1999, pag. 2107. L'autore prosegue precisando che «(...) la fattispecie tipica di LBO, realizzata attraverso la costituzione di una *newco* sprovvista di qualsiasi mezzo finanziario e la «traslazione» totale del debito, in conseguenza della fusione, sul patrimonio della società acquisita, deve ritenersi illecita in quanto l'unica finalità della fusione sia quella di realizzare un effetto equivalente all'accollo cumulativo, da parte della società *target*, dal debito derivante dal prestito per l'acquisto delle proprie azioni vietato dall'art. 2358 c.c. È anche vero però che la «traslazione» del debito può essere, in singole e diverse fattispecie, un mero effetto collaterale del procedimento di fusione, ove questa sia sorretta, come si è detto, da reali ragioni economico-finanziarie di concentrazione imprenditoriale e, soprattutto, sia inserita in un quadro di patrimonializzazione della società acquirente idoneo ad escludere che l'obiettivo *primario* dell'operazione consista nell'utilizzazione del patrimonio della società acquisita per ripianare il debito contratto per l'acquisizione». L'autore ha anche riconosciuto alla sentenza un altro pregio, vale a dire quello «di accorciare la distanza tra l'ordinamento statunitense e gli ordinamenti comunitari, che, a prima vista, potrebbe sembrare incolmabile».

fosse seriamente fondato, considerando che la costituzione della riserva costituisce una condizione di legittimità per l'acquisto di azioni proprie, avendo questa riserva la funzione di evitare l'annacquamento del capitale, che si verifica immediatamente nel momento in cui la società diviene proprietaria, e quindi creditrice verso sé stessa, di una quota del suo capitale. Il principio è condiviso dal Collegio (...). Tuttavia, esclusa la possibilità di pronunciare l'invalidità della delibera di fusione, i giudici si devono limitare ad esaminare se la mancata costituzione della riserva *ex art. 2357-ter*, comma 3, c.c., abbia prodotto un danno «effettivo ed attuale» in capo all'attore: l'esito dell'indagine è negativo, in quanto «Trenno ha costituito la riserva di azioni proprie nel bilancio al 31 dicembre 1997, nei limiti delle azioni rimaste a sé intestate e lo stesso attore non ha neppure prospettato che questa ritardata iscrizione gli abbia procurato un danno».

Altra pronuncia in materia di *merger leveraged buy-out* è stata emessa il 4 maggio 1999: si tratta di un decreto, emanato dal Tribunale di Milano, avente ad oggetto l'operazione Pepperland s.r.l. – SIB servizi finanziari S.p.A. Pepperland s.r.l. è una società di partecipazioni, operante prevalentemente nel settore dell'intermediazione finanziaria, che detiene l'intero pacchetto azionario di SIB (lire 5.000.000.000); quest'ultima è attiva nel settore della locazione finanziaria di beni immobili e mobili (beni strumentali per ufficio ed autovetture). L'acquisizione dell'intero capitale di SIB da parte di Pepperland è resa possibile mediante il ricorso massiccio agli enti creditizi da parte di Pepperland. Una volta realizzata l'acquisizione, le due società deliberano la fusione per incorporazione di Pepperland in SIB (come il caso Trenno, siamo dunque di

fronte ad un MLBO con fusione inversa). I giudici milanesi devono decidere sull'omologazione⁹⁵ delle delibere di fusione, e la decisione fu negativa: il Tribunale rifiutò l'omologazione, ritenendo che la fusione inversa implicasse un acquisto di azioni proprie da parte dell'incorporante, al di fuori della condizione posta dall'art. 2357-ter, comma 3, c.c. Più precisamente, il decreto di rigetto veniva così motivato: «(...) anche in presenza di operazioni di fusione, ove emerga un acquisto di azioni proprie è imprescindibile la costituzione di una riserva pari all'importo di dette azioni, ai sensi del terzo comma dell'art. 2357-ter c.c. o, comunque, che il patrimonio netto della società incorporante contenga valori corrispondenti a tale riserva»⁹⁶; constatato questo, i giudici milanesi rilevarono come nel caso di specie non fosse soddisfatta tale condizione: «(...) Pepperland si trova persino in condizioni di 2446 c.c. registrando perdite per oltre 28 milioni su un capitale di 50 milioni e riserve di 2 milioni, e non è quindi in grado di appostare la dovuta riserva per azioni proprie». All'argomentazione principale, i giudici milanesi aggiunsero un'altra motivazione (che tuttavia resta secondaria) strettamente inerente all'istituto del *leveraged buy-out*: «osservato inoltre che nel passivo dello stato patrimoniale di questa società [Pepperland] è iscritta la voce «debiti verso enti creditizi» che deriva, da quanto emerge nella nota integrativa, da un finanziamento utilizzato per l'acquisto di azioni SIB», i giudici milanesi ritennero «documentato l'utilizzo illecito di un'operazione di *leveraged buy-out*». Come si evince dalle parole riportate, il diniego di

⁹⁵ Si ricorda, come già evidenziato in precedenza, che per effetto dell'art. 32 della legge 340/2000 attualmente non è più prevista l'omologazione dell'atto di fusione.

⁹⁶ Spolidoro Marco Saverio, "Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa", Ipsoa, Le Società, 2000, 3, pag. 333.

concedere l'omologazione discende non tanto dal fatto che i giudici considerassero illecita la tecnica del LBO, quanto piuttosto dalla violazione del terzo comma dell'art. 2357-ter c.c. Il decreto in esame non risulta quindi illuminante nell'ambito delle pronunce giurisprudenziali in materia di *leveraged buy-out*, in quanto il Tribunale focalizza l'attenzione sulla supposta violazione dell'art. 2357, comma 3, c.c., fornendo invece una scarsa seconda motivazione relativa al presunto utilizzo illecito dell'istituto del LBO nell'operazione considerata. È poi opportuno fare un'ulteriore riflessione in riferimento alla motivazione basilare che viene fornita dal Tribunale: ad un'analisi attenta emerge infatti che non è propriamente corretto fondare il decreto di rigetto sulla sospetta inosservanza dell'art. 2357, comma 3, c.c. Occorre infatti considerare la tipologia di fusione avvenuta nel caso di specie: si tratta di fusione inversa (o *reverse merger*), ovvero incorporazione della controllante nella controllata; inoltre, la nostra incorporata (Pepperland) è perfino l'unica azionista dell'incorporante (SIB). Come è stato rilevato da diversi autori, nell'ipotesi di *reverse merger* non vige l'obbligo di costituzione e mantenimento della riserva ex art. 2357-ter, comma 3, c.c., in quanto la società che viene incorporata è la controllante la quale quindi, per definizione, detiene azioni proprie dell'incorporante (che nella fusione inversa è la controllata), ma non realizza un acquisto neppure temporaneo di azioni proprie⁹⁷. Già in passato lo stesso Tribunale di

⁹⁷ A titolo esemplificativo, si rimanda a: Spolidoro Marco Saverio, "Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa – Il commento", *Ipsa*, Le Società, 2000, 3, pag. 337: «(...) nel caso di fusione inversa in senso stretto, di regola le azioni dell'incorporante devono essere assegnate *pro quota* ai soci della società che si estingue, il che esclude *a priori* che vi sia alcun acquisto di azioni proprie, ai sensi dell'art. 2357 bis o di alcun'altra disposizione, con la conseguenza che per l'applicazione dell'art. 2357 ter non vi è davvero alcuno spazio». Dello stesso avviso anche altri autori; a titolo esemplificativo, si veda:

Milano aveva affermato tale principio, prevedendo che, nell'ipotesi di fusione inversa, «non si applica il disposto dell'art. 2357 c.c. e pertanto le azioni proprie risultanti dalla fusione inversa devono essere annullate e convertite in azioni da assegnare ai soci dell'incorporata»⁹⁸.

Anche la Cassazione, in sezione penale, ha avuto modo di esprimersi sul *leveraged buy-out*, sebbene il suo giudizio sia stato oggetto di critiche da parte della dottrina. Il caso esaminato dalla Corte riguardava l'acquisizione del controllo di due società di capitali da parte dell'indagato R.D., che svolgeva anche funzioni di amministratore presso le aziende acquisite. Più precisamente, nell'ambito del fallimento di sei società per azioni e di una a responsabilità limitata R.D., amministratore di diritto in due di esse (GIFI e CEI INSTEAM) e di fatto nelle altre, è stato accusato del reato di bancarotta fraudolenta patrimoniale e documentale. R.D. aveva acquisito il pacchetto di maggioranza della CEI Holding S.p.A. mediante una società di sua proprietà (GIF S.p.A o Gruppo d'Andria), "pagando" l'aumento di capitale deliberato attraverso il conferimento di due società

Clementi Maurizio, Giovanni Luschi, Alberto Tron, "Le operazioni di leveraged buy out: aspetti legali, tributari e finanziari", Ipsoa, 2006, pag. 29: «L'art. 2357-ter, comma 3, c.c., nell'imporre agli amministratori – in ogni caso di acquisto di azioni proprie della società – la costituzione di una riserva indisponibile pari all'importo delle stesse azioni proprie iscritte nell'attivo del bilancio, si applica soltanto alle fusioni dirette, non trovando invece applicazione alle fusioni inverse. Nel caso di fusione inversa, infatti, la società incorporata (*i.e.* la società controllante) ha per definizione azioni 'proprie' della società incorporante (*i.e.* la società controllante), ma la società incorporante non "acquista" neppure per un attimo "azioni proprie"; queste ultime, infatti, per effetto della fusione inversa, sono attribuite proporzionalmente agli azionisti della società incorporata».

⁹⁸ Notari Mario, "Fusioni, scissioni ed altre operazioni societarie nelle nuove massime del Tribunale di Milano", Giuffrè, Rivista delle società, 1997, 4, pag. 837.

immobiliari (Building Towers e Shopping Towers) e di crediti che GIF vantava verso le stesse; l'acquisizione dell'altra società era invece avvenuta mediante pagamento a mezzo cambiali (di cui la prima protestata, con il conseguente mancato incasso delle successive), avallate dalla stessa società acquisita. La Corte sottolinea come «le modalità di acquisizione rendono evidente (...) la totale mancanza della necessaria liquidità da parte dell'acquirente che non sostenne alcun esborso e che, con il meccanismo dell'avallo da parte delle società cedute, fece indirettamente cadere su di esse il peso economico della operazione»⁹⁹. Il Tribunale di Milano, in sede di riesame, aveva confermato l'ordinanza del g.i.p., con cui era stata prevista la custodia cautelare in carcere di R.D. La difesa dell'accusato aveva presentato ricorso in Cassazione contro la posizione confermativa assunta dal Tribunale del riesame. Secondo la difesa, l'accusato «è entrato nella compagine sociale della CEI Holding e della GIFI seguendo un moderno ma assolutamente lecito schema di autofinanziamento, qual è quello del c.d. *Leveraged Buy Out*». La Cassazione non ritiene plausibile tale tesi affermando, con toni che sembrano condannare in modo quasi irreversibile la tecnica del *leveraged buy-out*, che «l'istituto del *LBO*, sorto negli Stati Uniti d'America, consiste nell'acquisizione di una società (società bersaglio – *target company*) da parte di un'altra società la quale ultima contrae un prestito con un terzo (di solito altra società), garantendo tale prestito con le azioni o con il patrimonio della società bersaglio. Tale istituto non è importabile in Italia, ostando il principio fissato dall'art. 2358 c.c. per il quale “la società non può accordare prestiti né fornire

⁹⁹ La sentenza è riprodotta in: Pardolesi Roberto, Atelli Massimiliano, “Leveraged Buy Out: un caso di radicalismo interpretativo”, *Ipsa*, Notariato, 2001, 3, pagg. 239-241.

garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie (comma 1), né può accettare azioni proprie in garanzia". Il meccanismo finanziario utilizzato mediante il LBO è perciò illecito in Italia, quanto meno nei limiti sovra esposti». Con riferimento a questa posizione intransigente assunta dalla Corte, c'è chi ha parlato di un «evidente, grave equivoco interpretativo», in quanto «lo schema in concreto seguito nel caso di specie (avallo della *target company* a garanzia del finanziamento necessario alla *new company* per acquisire le azioni della medesima *target*) non sollevava alcuna *quaestio* interpretativa in rapporto all'art. 2358, ponendosi viceversa in contrasto diretto ed evidente con detta norma. Non vi era, dunque, ragione alcuna di rifarsi ad un istituto – il LBO, appunto – per il quale la riconducibilità all'art. 2358, in difetto di esatta corrispondenza con la relativa fattispecie astratta, resta come minimo ancora da dimostrare»¹⁰⁰.

¹⁰⁰ Pardolesi Roberto, Atelli Massimiliano, "Leveraged Buy Out: un caso di radicalismo interpretativo – Il commento", Ipsoa, Notariato, 2001, 3, pag. 246. Altra autorevole dottrina ha condiviso tale orientamento, criticando la posizione assunta dalla Corte. In tal senso, Accinni Giovanni Paolo, "Operazioni di leveraged buyout ed un preteso caso di illiceità penale", Giuffrè, Rivista delle Società, 2001, 1, pag. 193-210: «oggetto del giudizio non è stata una vera e propria operazione di LBO rispetto ad una imputazione di violazione del divieto penalmente sanzionato dall'art. 2358 c.c., ma un'operazione di acquisizione societaria avvenuta con termini e modalità imputate a titolo di bancarotta fraudolenta per distrazione individuata in una forma di depauperamento generato dalle modalità utilizzate per l'acquisto di azioni senza l'effettiva disponibilità delle risorse finanziarie necessarie ai fini dell'acquisto medesimo. La fattispecie con riguardo alla quale la Cassazione si è pronunciata è costituita infatti dall'acquisto della totalità del capitale sociale di una società di capitali a fronte di un pagamento corrisposto a mezzo di cambiali (la prima delle quali scaduta) avallate dalla stessa società i cui titoli (azioni) erano fatti oggetto di cessione. Una fattispecie diversa dunque da quella data da una vera e propria operazione di *leveraged*, non imputata a titolo di violazione del divieto di cui all'art. 2358 c.c. ed oggetto di un giudizio che per sua natura non necessita di una più analitica e completa motivazione, in quanto espresso in sede cautelare. La sentenza in esame non costituisce, perciò, una forma di "precedente"

La Cassazione ha avuto modo di trattare il *leveraged buy-out* anche in un'altra occasione, riguardante il caso Officine R. S.p.A. A differenza delle sentenze finora trattate, la pronuncia a cui si fa riferimento è stata emessa il 18 maggio 2006, quindi in seguito alla riforma del diritto societario che, con l'introduzione dell'articolo 2501-*bis* nel codice civile – di cui si parlerà diffusamente nel prossimo capitolo –, ha sancito la liceità della tecnica del MLBO nel nostro ordinamento. Pertanto, oggetto del giudizio non è la legittimità o meno dell'istituto – ormai assodata –, quanto piuttosto l'idoneità dello stesso ad eludere la normativa fiscale (nel caso di specie, in materia di tassazione della plusvalenza generata dalla cessione di un immobile ad un valore superiore a quello storico) ed a configurarsi quindi come reato tributario. La società in questione, dichiarata fallita il 25 marzo 1994 dal Tribunale di Roma, possedeva un terreno in cui era localizzata l'officina utilizzata per fini industriali. Ottenuta una licenza per un progetto di riconversione dell'area, Officine R. ricorse ad un cospicuo finanziamento (55 miliardi di lire) erogato da I. e garantito da

in materia di operazioni di LBO idoneo a qualificarne la natura (lecita, cioè, od illecita)»; ancora, Bertini Bruno, "Lbo e Mbo: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli USA", Cedam, Contratto e impresa, 2000, 3, pagg. 1431-1459: «(...) ma se si analizza attentamente la (breve) descrizione che la Suprema Corte offre dell'operazione di LBO (...), non si può che convenire che, inteso così, il *leveraged buy-out* si scontra frontalmente con il divieto di cui all'art. 2358 c.c. Ma LBO è un'etichetta che viene apposta a un'ampia gamma di tecniche acquisitive di partecipazioni di controllo o di beni aziendali, che hanno in comune solo lo sfruttamento della c.d. «leva finanziaria» e il risultato economico dell'operazione – ovvero la traslazione del costo di acquisizione sul patrimonio della società acquisita –: sembra quindi di poter affermare che la pronuncia della Suprema Corte vale solo per quel tipo di LBO che è preso in esame, e non può essere generalizzata; in particolare, non può valere per la forma tipica di *leveraged buy-out*, che è operazione ben più sofisticata e complessa di quella descritta dalla Cassazione».

ipoteca sull'immobile, al fine di realizzare la ristrutturazione. L'acquirente dell'opera ultimata era il Ministero delle poste, ed il prezzo definitivo pattuito era di 132 miliardi di lire. L'accusato (P.R.) costituì quindi S. s.r.l., con modesto capitale, utilizzando tale società per l'acquisizione della maggioranza del capitale di Officine R., fissando il prezzo (70.100.000.000) in modo da tenere in considerazione il valore dell'immobile ristrutturato e pronto per la vendita al Ministero. S. pagò in contanti a P.R. soltanto 1 miliardo; di conseguenza, sorse un credito di P.R. verso S. per 69.100.000.000 miliardi di lire. Acquisita Officine R. S.p.A., venne attuata la fusione per incorporazione in S., che in un secondo momento assunse la denominazione Officine R. S.p.A., la quale completò l'immobile da cedere al Ministero con un notevole sforzo finanziario (fu ampliato il prestito, da 55 a 65 miliardi). La società cedette poi il credito che sarebbe derivato dall'affare ad I., che contestualmente liberò l'immobile da ipoteca. Tuttavia, il Ministero non approvò il contratto e la trattativa cadde nel vuoto, portando inevitabilmente al fallimento della società. Il Tribunale qualificò come giuridicamente inesistente il credito vantato da P.R. verso Officine R.; tuttavia, tale giudizio fu ribaltato in secondo grado, sulla base della constatazione che «tale credito derivava da negozi non simulati ma aventi effettiva causa giuridica, lecita anche nell'ottica di un risparmio d'imposta». La sentenza della Cassazione offre degli spunti di riflessione interessanti, laddove la Suprema Corte tratta, seppur brevemente, del *leveraged buy-out*. Dopo una breve descrizione dell'istituto, la Cassazione constata che tale tecnica «attualmente, a seguito della riforma del diritto penale societario, non ha più possibilità di qualificarsi come di interesse penale, attesa l'*abolitio* della norma incriminatrice,

art. 2630, comma 1, n. 2 c.c.¹⁰¹, (norma sanzionatoria dell'art. 2358 c.c.) e l'introduzione (...) dell'art. 2501-*bis* c.c., oggi vigente, che ne ammette l'introduzione nel nostro ordinamento¹⁰²». Il LBO, dunque, non può consentire la contestazione di reati tributari *ex D. Lgs. 74/2000*¹⁰³; semmai, può delinearsi come una violazione di norme antielusive, che non implica in linea generale conseguenze di natura penale, come poi precisa la Suprema Corte: «[tale condotta] potrebbe serbare rilievo penale, nel contesto della residuale fattispecie di bancarotta societaria, legge fallimentare, art. 223, comma

¹⁰¹ Il testo originario dell'art. 2630 c.c. («Violazione di obblighi incombenti agli amministratori»), comma 1, recitava: «Sono puniti con la reclusione da sei mesi a tre anni e con la multa da L. 400.000 a L. 2.000.000 (2640) gli amministratori, che: 1) emettono azioni o attribuiscono quote per somma minore del loro valore nominale, ovvero emettono nuove azioni o attribuiscono nuove quote prima che quelle sottoscritte precedentemente siano interamente liberate (2346); 2) violano le disposizioni degli artt. 2357, 1° comma, 2358, 2359-*bis*, 1° comma, 2360, o quelle degli artt. 2483 e 2522; 3) influiscono sulla formazione della maggioranza dell'assemblea, valendosi di azioni o di quote non collocate o facendo esercitare sotto altro nome il diritto di voto spettante alle proprie azioni o quote, ovvero usando altri mezzi illeciti». L'attuale art. 2630 c.c. («Omessa esecuzione di denunce, comunicazioni o depositi»), come modificato dal d. lg. 61/2002, recita: «[1] Chiunque, essendovi tenuto per legge a causa delle funzioni rivestite in una società o in un consorzio, omette di eseguire, nei termini prescritti, denunce, comunicazioni o depositi presso il registro delle imprese è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da 206 euro a 2.065 euro; [2] Se si tratta di omesso deposito dei bilanci, la sanzione amministrativa pecuniaria è aumentata di un terzo».

¹⁰² Ipsoa, *Rivista di giurisprudenza tributaria*, 2006, 11, pag. 944.

¹⁰³ Il decreto 74/2000 («Nuova disciplina dei reati in materia di imposte sui redditi e sul valore aggiunto, a norma dell'articolo 9 della legge 25 giugno 1999, n. 205») rappresenta il riferimento normativo in tema di reati tributari, quali: dichiarazione fraudolenta (attuabile mediante uso di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti ovvero mediante altri artifici), dichiarazione infedele, omessa dichiarazione, emissione di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti, occultamento o distruzione di documenti contabili, sottrazione fraudolenta al pagamento di imposte.

2, n. 2 (quale «operazione dolosa»), ma alla sola condizione che il *leveraged buy out*, attuato attraverso il procedimento di fusione, non sia, al momento del suo avvio, sorretto da un effettivo progetto industriale e risulti, pertanto, proiettato verso un'attività incapace di generare effettiva ed adeguata ricchezza, sicché i rischi ad esso indubitalmente sottesi, non siano giustificabili con la doverosa tutela del patrimonio societario, garanzia dei creditori. Situazione non ricorrente, comunque, nel caso in esame, ove la manovra societaria era proiettata ad un esito profittevole e ragionevole»¹⁰⁴.

¹⁰⁴ Ipsoa, Rivista di giurisprudenza tributaria, 2006, 11, pag. 944.

CAPITOLO III

STRUTTURAZIONE DELL'OPERAZIONE DI *MERGER LEVERAGED BUY-OUT* ALLA LUCE DELLA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO

Già nella “Delega al Governo per la riforma del diritto societario” (L. 366/2001) il legislatore aveva consacrato la liceità dell’operazione di MBLO, in quanto all’art. 7 aveva inserito, tra i principi e criteri direttivi a cui si doveva ispirare la riforma in tema di trasformazione, fusione e scissione, la previsione «che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli articoli 2357 e 2357-*quater* del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile». Il legislatore della riforma (D. Lgs. 6/2003) ha recepito – seppure precisando delle condizioni – questo principio, inserendo nel codice civile l’art. 2501-*bis* ed eliminando – o quanto modo attenuando – in tal modo, dopo decenni di dibattiti e controversie sul tema¹⁰⁵, i dubbi sulla

¹⁰⁵ Diversi autori hanno ritenuto che, nonostante l’introduzione dell’art. 2501-*bis* c.c., non fossero comunque del tutto risolti i problemi di compatibilità tra MLBO e divieto di assistenza finanziaria di cui all’art. 2358 c.c.

Ad esempio, Federica Marabini si è interrogata sulla questione dando risposta negativa: «Indi, siamo sicuri che i *merger leveraged buy out* abbiano trovato legittimo asilo nel nostro ordinamento? Ovvero siamo sicuri che, nel silenzio della legge, non permanga il problema del contrasto di tali fattispecie di fusioni con le disposizioni di cui all’art. 2358 c.c.? (...) La mancata modifica dell’art. 2358 non appare essere

legittimità del *leveraged buy-out* nel nostro ordinamento, offrendo risposta positiva a tale quesito: nell'ordinamento

circostanza sufficiente a dissipare ogni dubbio in merito all'assenza di contrasto del *merger leveraged buy out* con tale norma né, *a fortiori*, a conferire qualsivoglia «validità» ad una operazione da realizzarsi ai sensi del nuovo art. 2501-*bis* pur se nel rispetto delle condizioni ivi dettate» (in: Utet giuridica, Giurisprudenza Italiana, 2006, 10, pag. 1990?). Completamente diversa è l'opinione di altri autori, convinti che con la riforma del diritto societario il legislatore abbia dissolto ogni dubbio in ordine all'art. 2358 c.c. ed *il merger leveraged buy-out*: Valerio Sangiovanni, afferma che «in primo luogo viene vista positivamente dal legislatore l'acquisizione del controllo di società. L'acquisizione consiste nell'acquistare le azioni o le quote di una società. Quando la percentuale acquistata supera una certa soglia, l'acquirente arriva a esercitare il controllo. Il legislatore vede positivamente il fenomeno dell'acquisizione in quanto esso consente di cambiare il controllo delle società e, per questo verso, di dare dinamismo all'economia. Frapporre inutili ostacoli alla circolazione delle partecipazioni sociali, in particolare per quanto riguarda le società di capitali, rappresenterebbe una scelta di politica legislativa che impedisce lo scambio di ricchezza e la creazione di valore per l'intero sistema economico»; inoltre, dopo aver esaminato l'art. 2501-*bis* c.c., l'autore conclude come segue: «il legislatore, lo ripetiamo ancora, considera questa modalità di acquisizione del controllo di società perfettamente legittima». Infine Sangiovanni, nel valutare un'eventuale irregolarità commessa in violazione della procedura disposta dall'art. 2501-*bis* c.c., non fa alcun riferimento ad una possibile violazione dell'art. 2358 c.c., e rinvia alle tutele previste in via generale dall'ordinamento giuridico: «nel corso della procedura di fusione si possono però verificare irregolarità di diverso tipo. Senza entrare in eccessivo dettaglio in questa sede, si può pensare alla mancanza totale della documentazione prescritta dall'art. 2501-*bis* c.c. Più frequente sarà non tanto la mancanza, quanto piuttosto la insufficienza dei documenti che la legge esige. Un'irregolarità tipica consisterà pertanto nella omissione delle informazioni prescritte. Ad esempio, con riferimento al progetto di fusione, potrebbe capitare che non vengano indicate le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni. Oppure, nel caso della relazione dell'organo amministrativo, si immagini che non vengano indicate le ragioni che giustificano l'operazione. Laddove le condizioni fissate dall'art. 2501-*bis* c.c. non fossero osservate, i soggetti interessati possono reagire con i rimedi che l'ordinamento loro riconosce. Secondo le regole generali, i rimedi esperibili sono l'invalidità e il risarcimento del danno. Più nello specifico, le possibili azioni dei soggetti coinvolti possono indirizzare contro le deliberazioni di fusione, se reputate illegittime. E dunque, limitandoci per semplicità alla s.p.a., si potrà far valere l'annullabilità (art. 2377 c.c.) oppure la nullità (art. 2379 c.c.) delle deliberazioni» (in: Ipsoa, Le Società, 2010, 8, pagg. 959-970).

italiano questa tecnica finanziaria è lecita. Più precisamente, l'articolo in questione fa esplicito riferimento all'operazione di LBO nella sua forma classica, vale a dire il *merger leveraged buy-out*: il legislatore ha infatti rubricato l'articolo «Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento». Oggetto della disciplina civilistica sono quindi le fusioni tra società, «una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti» (art. 2501-bis, comma 1, c.c.). La formulazione dell'articolo in questione non opera distinzioni tra fusione diretta (la *newco* incorpora la *target*) e fusione inversa (la società bersaglio incorpora la *newco*), privando in tal modo di fondamento uno degli argomenti principali sostenuto dalla dottrina contraria alle operazioni di MLBO, ovvero che, con la fusione inversa, si realizza in modo immediato la coincidenza tra società *target* e società garante del debito, determinando così una violazione immediata dell'art. 2358 c.c.¹⁰⁶ L'art. 2501-bis c.c. contempla quindi quelle operazioni che si caratterizzano per la compresenza delle seguenti circostanze: a) si ha una fusione tra due società, 2) delle quali una detiene il controllo dell'altra; 3) tale controllo viene acquisito mediante il ricorso ad indebitamento¹⁰⁷, che assicura le risorse necessarie per

¹⁰⁶ Nell'ipotesi di *reverse merger*, infatti, la *target* si accolla con immediata evidenza il debito mirato all'acquisizione della stessa società obiettivo e contratto dalla *newco*; e si arriva così a destinare, in modo diretto e palese, il patrimonio della società bersaglio a garanzia del debito sorto per l'acquisto della stessa società garante.

¹⁰⁷ A questo proposito è stato rilevato che «pare corretto ritenere che rilevino anche le passività contratte per l'acquisizione di una partecipazione che non conferisce di per sé il controllo della partecipata all'acquirente, ma che sia comunque in grado di garantire l'acquisizione di detto controllo se sommata ad altre partecipazioni detenute dall'acquirente (a prescindere dal fatto che tali altre partecipazioni siano

procedere all'acquisizione; 4) il patrimonio della società controllata, per effetto della fusione, viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso dei debiti di cui al punto precedente.

Prima di procedere con l'analisi dell'operazione, esaminando le varie fasi in cui il MLBO si articola, è opportuno fare una premessa: la peculiarità della disciplina del *merger leveraged buy-out* risiede nel fatto che, in realtà, con l'esclusione delle previsioni contenute nell'art. 2501-*bis* c.c., non esiste una disciplina *ad hoc*: ne deriva che alle operazioni di MLBO (fermo restando l'art. 2501-*bis* c.c.) si applicheranno le norme che presiedono alla realizzazione di ciascuna delle fasi in cui si articola l'operazione, ovvero: costituzione della *newco* che è preposta all'acquisizione della *target*; ottenimento del finanziamento da parte della *newco*, in modo tale da reperire le risorse finanziarie funzionali all'acquisto della società bersaglio; acquisizione della *target*; attuazione della fusione tra *newco* e società bersaglio (e, dunque, la conseguente situazione post-fusione, con particolare riferimento alla ristrutturazione del debito).

3.1. Costituzione della *newco*

La creazione della *newco* è soggetta alle disposizioni normative che presiedono alla costituzione di qualsiasi società di capitali: per cui, nell'ipotesi di s.p.a., la costituzione dovrà avvenire a norma dell'art. 2329 c.c. («condizioni per la costituzione»), secondo cui «per

state anch'esse acquisite con indebitamento o senza indebitamento)»; tratto da: Zanetti Enrico, "Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: ambito di applicazione della procedura «rafforzata» ex art. 2501-*bis* c.c.", *Ipsos*, Il Fisco, 2010, 47, pag. 7638.

procedere alla costituzione della società è necessario: 1) che sia sottoscritto per intero il capitale sociale¹⁰⁸; 2) che siano rispettate le previsioni degli articoli 2342, 2343 e 2343-ter relative ai conferimenti¹⁰⁹; 3) che sussistano le autorizzazioni e le altre condizioni richieste dalle leggi speciali per la costituzione della società, in relazione al suo particolare oggetto¹¹⁰». Condizioni analoghe valgono anche nell'ipotesi di costituzione di società a responsabilità limitata: la società dovrà essere dotata del capitale minimo richiesto dal

¹⁰⁸ Ai fini della costituzione di s.p.a, il capitale minimo attualmente richiesto dalla legge è di € 120.000 (art. 2327 c.c.).

¹⁰⁹ Le disposizioni citate sono finalizzate a tutelare i creditori (per i quali il capitale sociale rappresenta l'unica garanzia, data l'autonomia patrimoniale perfetta che contraddistingue s.p.a. e s.r.l.), in particolare nell'ipotesi di conferimenti di crediti o beni in natura. Per cui, ad esempio, l'art. 2342 c.c. («Conferimenti») prevede l'obbligo di effettuare il conferimento in denaro, se nell'atto costitutivo non è stabilito diversamente; ancora, impone il versamento presso una banca di almeno il 25% dei conferimenti in denaro (nel caso di s.p.a. unilaterale, l'intero ammontare), alla sottoscrizione dell'atto costitutivo. Nell'ipotesi di conferimenti di beni in natura e di crediti devono essere rispettate ulteriori disposizioni: ad esempio, l'art. 2343 prescrive la presentazione di una «relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti»; la valutazione contenuta nella relazione (che deve essere allegata all'atto costitutivo) dovrà poi essere oggetto da parte degli amministratori di un controllo, da svolgersi entro 180 giorni, al fine di accertare la correttezza della stima dell'esperto. L'art. 2343-ter elenca i casi in cui non è richiesta la relazione dell'esperto, anche se in presenza di conferimenti di crediti e beni in natura.

¹¹⁰ Si pensi, a titolo esemplificativo, alla costituzione di una società avente ad oggetto l'esercizio di attività bancaria: l'art. 14 del D. Lgs. 385/1993 (Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) impone una serie di requisiti che devono sussistere affinché la Banca d'Italia rilasci l'autorizzazione necessaria per l'esercizio dell'attività bancaria (esempio: deve essere adottata la forma di società per azioni o di società cooperativa per azioni a responsabilità limitata; la società deve presentare un programma concernente l'attività iniziale, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto).

legislatore¹¹¹ e dovranno essere rispettate le norme sui conferimenti (art. 2464, 2465 e 2466 c.c.¹¹²). Inoltre, l'atto costitutivo dovrà essere redatto nella forma di atto pubblico, pena la nullità della società, e dovrà contenere le indicazioni individuate dall'art. 2328 c.c.¹¹³ per le s.p.a. e dall'art. 2463 c.c.¹¹⁴ per le s.r.l.

¹¹¹ In base alla normativa attuale, il capitale minimo ai fini della costituzione di s.r.l. è pari a € 10.000 (art. 2463, comma 2, n. 4, c.c.).

¹¹² Gli articoli citati richiamano, in gran parte, le stesse disposizioni previste nell'ipotesi di conferimenti effettuati in una società per azioni (in particolare, le medesime cautele richieste nell'ipotesi di conferimenti di crediti e beni in natura, come ad esempio l'obbligo di presentare la relazione giurata di un esperto – che nel caso di s.r.l. si precisa debba essere revisore legale o società di revisione legale iscritti nell'apposito registro –, da allegarsi all'atto costitutivo, e contenente «la descrizione dei beni o crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo (...)»).

¹¹³ Art. 2328 c.c. («Atto costitutivo»): «La società può essere costituita per contratto o per atto unilaterale. L'atto costitutivo deve essere redatto per atto pubblico e deve indicare: 1) il cognome e il nome o la denominazione, la data e il luogo di nascita o lo Stato di costituzione, il domicilio o la sede, la cittadinanza dei soci e degli eventuali promotori, nonché il numero delle azioni assegnate a ciascuno di essi; 2) la denominazione e il comune ove sono poste la sede della società e le eventuali sedi secondarie; 3) l'attività che costituisce l'oggetto sociale; 4) l'ammontare del capitale sottoscritto e di quello versato; 5) il numero e l'eventuale valore nominale delle azioni, le loro caratteristiche e le modalità di emissione e circolazione; 6) il valore attribuito ai crediti e beni conferiti in natura; 7) le norme secondo le quali gli utili devono essere ripartiti; 8) i benefici eventualmente accordati ai promotori o ai soci fondatori; 9) il sistema di amministrazione adottato, il numero degli amministratori e i loro poteri, indicando quali tra essi hanno la rappresentanza della società; 10) il numero dei componenti il collegio sindacale; 11) la nomina dei primi amministratori e sindaci ovvero dei componenti del consiglio di sorveglianza e, quando previsto, del soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti; 12) l'importo globale, almeno approssimativo, delle spese per la costituzione poste a carico della società; 13) la durata della società ovvero, se la società è costituita a tempo indeterminato, il periodo di tempo, comunque non superiore ad un anno, decorso il quale il socio potrà recedere. Lo statuto

Il soggetto promotore dell'operazione può quindi scegliere liberamente il modello societario della *target*, dovendo ovviamente rispettare la relativa disciplina. Tuttavia, come è stato evidenziato nel primo capitolo, la forma di s.p.a. potrebbe risultare più agevole per la realizzazione dell'operazione: si pensi alla possibilità di emettere obbligazioni, propria delle società per azioni.

Come già precedentemente evidenziato, la *newco* viene costituita con un capitale sociale molto ridotto, solitamente corrispondente al capitale minimo richiesto dal legislatore per la creazione del modello societario prescelto. Per cui, ipotizzando una *newco* costituita nella forma di società per azioni, si avrà, sotto il profilo contabile, la seguente scrittura:

Cassa	a	Capitale sociale	€ 120.000
-------	---	------------------	-----------

contenente le norme relative al funzionamento della società, anche se forma oggetto di atto separato, costituisce parte integrante dell'atto costitutivo. In caso di contrasto tra le clausole dell'atto costitutivo e quelle dello statuto prevalgono le seconde.

¹¹⁴ Art. 2463 c.c. («Costituzione»): «La società può essere costituita con contratto o con atto unilaterale. L'atto costitutivo deve essere redatto per atto pubblico e deve indicare: 1) il cognome e il nome o la denominazione, la data e il luogo di nascita o lo Stato di costituzione, il domicilio o la sede, la cittadinanza di ciascun socio; 2) la denominazione, contenente l'indicazione di società a responsabilità limitata, e il comune ove sono poste la sede della società e le eventuali sedi secondarie; 3) l'attività che costituisce l'oggetto sociale; 4) l'ammontare del capitale, non inferiore a diecimila euro, sottoscritto e di quello versato; 5) i conferimenti di ciascun socio e il valore attribuito ai crediti e ai beni conferiti in natura; 6) la quota di partecipazione di ciascun socio; 7) le norme relative al funzionamento della società, indicando quelle concernenti l'amministrazione, la rappresentanza; 8) le persone cui è affidata l'amministrazione e l'eventuale soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti; 9) l'importo globale, almeno approssimativo, della spese per la costituzione poste a carico della società. Si applicano alla società a responsabilità limitata le disposizioni degli articoli 2329, 2330, 2331, 2332 e 2341».

3.2. Contrazione del prestito

Come è stato segnalato anche nel primo capitolo, il prestito può assumere la forma dei vari negozi giuridici (come mutuo o apertura di credito) che sono ordinariamente previsti nel sistema legislativo italiano: la fase del finanziamento non presenta, infatti, grandi particolarità sotto il profilo giuridico, ma anche sul piano contabile e tributario. Pertanto, si rinvia al primo capitolo per una disamina delle caratteristiche generali del finanziamento, mentre in questa sede si evidenziano esclusivamente due aspetti: il finanziamento assume importanza ai fini fiscali, poiché origina gli interessi passivi che rappresentano uno dei profili critici del *merger leveraged buy-out*, in quanto componente negativa deducibile: la questione verrà, tuttavia, trattata nel paragrafo dedicato alla fusione, perché è proprio a seguito di quella fase che gli interessi passivi vengono utilizzati ad abbattimento del reddito imponibile dell'incorporante. L'altra considerazione riguarda invece la misura di indebitamento che generalmente caratterizza le operazioni di MLBO. Esiste, teoricamente, una misura "ideale"; prima di quantificare tale grandezza, tuttavia, occorre definire la nozione di indice di autonomia (o indipendenza) finanziaria: esso misura l'incidenza del capitale proprio rispetto al capitale di debito. Il rapporto sarà tanto più elevato quanto più è significativa l'indipendenza finanziaria da terzi. Ebbene, l'indice viene considerato positivamente per valori superiori al 30-33% (cioè almeno il 30% delle fonti proviene da capitale proprio)¹¹⁵.

¹¹⁵ A titolo esemplificativo: Bartoli Furio, "Il rendiconto finanziario dei flussi di liquidità", Franco Angeli, 2008, pag. 27-28.

3.3. Acquisizione della società *target*

Come si è evidenziato in precedenza, l'operazione di MBLO può interessare direttamente l'azienda (o un ramo di attività) oppure la partecipazione azionaria. Nella prassi la forma più diffusa è sicuramente la seconda, perché appare molto più semplice acquisire il controllo di un'azienda attraverso l'acquisto sul mercato del suo pacchetto azionario. Proprio in virtù di queste considerazioni, si procederà con l'esaminare *in primis* le caratteristiche della compravendita di partecipazioni, per poi trattare l'operazione di compravendita di azienda.

3.3.1. Cessione di partecipazione

La compravendita delle partecipazioni azionarie avviene secondo le norme che presiedono alla circolazione dei titoli di credito. La cessione di azioni è, in linea di principio, libera, fermo restando l'obbligo di rispettare l'art. 2355 c.c.¹¹⁶, che disciplina la circolazione delle azioni in quattro ipotesi

¹¹⁶ «Nel caso di mancata emissione dei titoli azionari il trasferimento delle azioni ha effetto nei confronti della società dal momento dell'iscrizione nel libro dei soci. Le azioni al portatore si trasferiscono con la consegna del titolo. Il trasferimento delle azioni nominative si opera mediante girata autenticata da un notaio o da altro soggetto secondo quanto previsto dalle leggi speciali. Il giratario che si dimostra possessore in base a una serie continua di girate ha diritto di ottenere l'annotazione del trasferimento nel libro dei soci, ed è comunque legittimato ad esercitare i diritti sociali; resta salvo l'obbligo della società, previsto dalle leggi speciali, di aggiornare il libro dei soci. Il trasferimento delle azioni nominative con mezzo diverso dalla girata si opera a norma dell'articolo 2022. Nei casi previsti ai commi sesto e settimo dell'articolo 2354, il trasferimento si opera mediante scritturazione sui conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari; in tal caso, se le azioni sono nominative, si applica il terzo comma e la scritturazione sul conto equivale alla girata».

particolari: mancata emissione dei titoli azionari; trasferimento delle azioni al portatore; nominative; dematerializzate.

Può accadere che il trasferimento delle partecipazioni azionarie sia limitato dall'esistenza delle cosiddette cause di prelazione, presenti nello statuto, le quali impongono al socio che intende cedere le proprie azioni di offrirle in via prioritaria agli altri soci, preferendoli ai terzi a parità di condizioni. Considerazioni analoghe sono valide per la circolazione delle quote: l'art. 2469 c.c. ammette infatti la possibilità di inserire nell'atto costitutivo clausole restrittive ai fini del trasferimento delle quote. A questo proposito va osservato che il D.L. 185/2008 ha eliminato il libro dei soci dall'elenco dei libri sociali obbligatori, modificando anche l'art. 2470 c.c. che, secondo la formulazione precedente, prevedeva che il trasferimento delle quote avesse «effetto di fronte alla società dal momento dell'iscrizione nel libro dei soci», mentre l'attuale versione stabilisce che il trasferimento delle quote ha effetto di fronte alla società dal momento del deposito dell'atto di cessione, da effettuarsi entro trenta giorni, a cura del notaio autenticante, «presso l'ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale». È così venuto meno uno dei principali argomenti di chi sosteneva l'esistenza di potenziali problematiche nel caso di target costituita nella forma di società a responsabilità limitata, connesse proprio alla previgente disciplina del trasferimento delle quote: Capparella, ad esempio, scriveva che «(...) data la struttura e la disciplina tipica delle s.r.l. potranno darsi elementi che, sotto diversi aspetti, rendano più problematica la realizzazione di un MLBO con una *target* operante in forma di s.r.l. Sotto un primo profilo possiamo segnalare i diversi

motivi di flessibilità che potrebbero determinare una minore snellezza nel realizzare una fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: si pensi, ad esempio, ai diritti particolari di partecipazione agli utili, in base ai quali la ripartizione dell'attivo di esercizio può avvenire in maniera diversa da quella legale (art. 2468, comma 3, c.c.) e ciò soprattutto in vista delle eventuali difficoltà (...) nella futura determinazione del rapporto di cambio; oppure pensiamo ai diritti particolari attribuiti ad un socio nell'amministrazione della società (art. 2468, comma 3, c.c.); ovvero alla maggiore disponibilità nell'imposizione di limiti speciali alla circolazione delle quote (art. 2469 c.c.), che possono culminare addirittura nel divieto assoluto, ecc. La questione di maggiore interesse, tuttavia, riguarda i problemi che possono sorgere in sede di costituzione del pegno sulle quote acquistate per garantire l'ente finanziatore nella prima fase dell'operazione, cioè all'atto della concessione del *bridge loan*. Bisogna considerare, infatti, che per la costituzione del pegno si osservano le stesse norme stabilite per il trasferimento della quota dall'art. 2470 c.c. Ne deriva che la garanzia sarà efficace ed opponibile nei confronti della società e, dunque, anche nei confronti dei terzi, solo in seguito all'iscrizione nel libro dei soci, la quale avverrà, *su richiesta dell'alienante o dell'acquirente*, dopo il deposito nel registro delle imprese - da effettuarsi a cura del notaio rogante - dell'atto costitutivo del pegno, ma senza particolari limitazioni temporali di cui, contrariamente a quanto previsto per il deposito, non si fa alcuna menzione nella norma. A questo bisogna aggiungere che le medesime formalità pubblicitarie sono previste ovviamente anche per l'atto di acquisto delle quote in funzione del quale viene effettuato il finanziamento nell'ambito di un *MLBO*. Si dovrà aver cura, pertanto, di osservare la sequenza procedurale imposta dalla

iscrizione necessariamente prioritaria dell'atto di acquisto nel libro soci della *target*, quale adempimento prodromico per l'efficacia piena della garanzia. In casi del genere, pertanto, sarà davvero difficile che un ente finanziatore, il quale pretenda di concedere il prestito a fronte della costituzione del pegno, possa effettivamente erogare le somme e, dunque, soddisfare l'interesse del socio alienante ad incassare il prezzo della cessione, prima che vengano perfezionati e risultino pienamente efficaci sia l'acquisto delle quote che la costituzione della garanzia»¹¹⁷.

Sempre sotto il profilo giuridico, si segnala infine che l'acquisto del pacchetto di controllo di una società (circostanza che rappresenta la regola, nelle operazioni di *merger leveraged buy-out*) potrebbe comportare a carico di obblighi di comunicazione e di assumere determinati comportamenti, in rapporto ad alcune autorità di vigilanza¹¹⁸.

Dal punto di vista contabile la *newco*, effettuando l'acquisizione della società bersaglio, andrà a contabilizzare l'operazione in questione come segue:

Partecipazione	a	Debiti	€ 5.000.000
----------------	---	--------	-------------

¹¹⁷ Capparella Giuseppe, "Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata", Ipsa, Notariato, 2008, 5, pag 1029 ss.

¹¹⁸ In particolare, si fa riferimento alla CONSOB, all'Autorità antitrust e alla Banca d'Italia. Ad esempio, l'art. 20 del Testo Unico Bancario recita come segue: «la Banca d'Italia stabilisce, a fini informativi, obblighi di comunicazione in ordine a operazioni di acquisto o cessione di partecipazioni in banche». La legge 287/1990 («Norme per la tutela della concorrenza e del mercato», conosciuta anche come Legge Antitrust), all'art. 16 impone l'obbligo di preventiva comunicazione all'Autorità garante della concorrenza e del mercato (Autorità antitrust), nell'ipotesi di operazioni di concentrazione che superino determinati parametri quantitativi. art. 120 tuif

procedendo quindi all'iscrizione, nella voce B), raggruppamento III, dello Stato Patrimoniale (ovvero tra le immobilizzazioni finanziarie), la partecipazione acquisita, nell'apposita sezione dedicata alle partecipazioni in imprese controllate (n. 1, lettera a.). In contropartita, iscriverà il debito contratto ai fini dell'acquisizione nel passivo dello stato patrimoniale, voce D), n. 4, vale a dire debiti verso banche.

Per quanto concerne il trattamento fiscale della cessione di partecipazioni, in questa sede si accennerà al regime di *participation exemption*, in base al quale le plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni aventi determinate caratteristiche sono parzialmente esenti, in misura pari al 95% per società di capitali ed enti commerciali (*ex art. 87 del D.P.R. 917/1986 – Testo Unico in materie di imposte sui redditi*: d'ora in poi, "Tuir"), mentre per il 50,28%¹¹⁹ per le società di persone ed imprese individuali (art. 58 del Tuir): ciò significa che la plusvalenza concorre a formare il reddito dell'esercizio, senza possibilità di rateazione, rispettivamente per il 5% (l'aliquota IRES effettiva sarà quindi pari a: $27,5\% * 5\% = 1,375\%$) e per il 49,72%. I requisiti richiesti ai fini dell'applicazione del regime di esenzione parziale delle plusvalenze sono individuati dal primo comma dell'art. 87 del Tuir e possono essere sintetizzati come segue:

- ✓ periodo minimo di possesso (c.d. *holding period*):
«dal primo giorno del dodicesimo mese precedente quello della cessione»: ciò significa che l'esenzione si applica se la partecipazione è detenuta per più di un

¹¹⁹ L'esenzione è nella misura del 60% per le plusvalenze realizzate anteriormente al 1 gennaio 2009, secondo quanto disposto dall'art. 2 del D.M. del 2 aprile del 2008.

anno¹²⁰; nel caso in cui la partecipazione sia stata acquisita a più riprese, si considerano «cedute per prime le azioni o quote acquisite in data più recente» (criterio LIFO);

- ✓ classificazione in bilancio nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie: deve quindi trattarsi di un investimento durevole, inserito nella voce B), raggruppamento III, n. 1, dello Stato Patrimoniale. È la prima iscrizione in bilancio che ha valore: per cui se la partecipazione viene classificata inizialmente tra le immobilizzazioni finanziarie, e poi in un secondo momento viene riportata nell'attivo circolante, è comunque fatto salvo il diritto all'esenzione; viceversa, l'iscrizione originaria nell'attivo circolante preclude qualsiasi possibilità di fruire del regime di *participation exemption*;
- ✓ residenza fiscale della partecipata, «in uno Stato o territorio diverso da quelli a regime fiscale privilegiato di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell' articolo 167, comma 4, o, alternativamente,

¹²⁰ Come specificato dalla Circolare dell'Agenzia delle Entrate, del 4 agosto 2004, n. 36/E, i soggetti di nuova costituzione sono esclusi a priori dalla possibilità di avvalersi della *participation exemption* nel primo anno di vita: «la norma riportata [art. 87, comma 1, lettera a), del Tuir] postula che: 1. il possesso ininterrotto interessi i dodici mesi completi che precedono quello in cui la partecipazione è stata ceduta. Pertanto: - si qualificherà per l'esenzione la plusvalenza derivante dalla cessione di una partecipazione effettuata nel mese di aprile dell'anno n, se la stessa era posseduta almeno dal 1° aprile dell'anno n-1; - non si qualificherà per l'esenzione la plusvalenza derivante dalla cessione di una partecipazione effettuata nel mese di aprile dell'anno n, se la stessa era posseduta solo dal 2 aprile dell'anno n- 1. In tal caso infatti per godere della esenzione la cessione deve avvenire a partire dal 1° maggio dell'anno n».

l'avvenuta dimostrazione, a seguito dell'esercizio dell'interpello secondo le modalità del comma 5, lettera b), dello stesso articolo 167, che dalle partecipazioni non sia stato conseguito, sin dall'inizio del periodo di possesso, l'effetto di localizzare i redditi in Stati o territori in cui sono sottoposti a regimi fiscali privilegiati di cui al predetto decreto ministeriale»; tale requisito deve sussistere, ininterrottamente, almeno dall'inizio del terzo periodo d'imposta anteriore al realizzo stesso;

- ✓ esercizio di impresa commerciale *ex art. 55 del Tuir*, da parte della partecipata. «Senza possibilità di prova contraria si presume che questo requisito non sussista relativamente alle partecipazioni in società il cui valore del patrimonio è prevalentemente costituito da beni immobili diversi dagli immobili alla cui produzione o al cui scambio è effettivamente diretta l'attività dell'impresa, dagli impianti e dai fabbricati utilizzati direttamente nell'esercizio d'impresa. Si considerano direttamente utilizzati nell'esercizio d'impresa gli immobili concessi in locazione finanziaria e i terreni su cui la società partecipata svolge l'attività agricola». Come il requisito della residenza, anche quello della commercialità deve sussistere, ininterrottamente, almeno dall'inizio del terzo periodo d'imposta anteriore al realizzo stesso; se la partecipata è costituita da un periodo inferiore a tre anni, si prende in considerazione il minor periodo intercorso tra l'atto costitutivo e la cessione della partecipazione.

Il quinto comma dell'art. 87 del Tuir precisa che per le partecipazioni detenute nelle *holding*, ovvero «società la cui attività consiste in via esclusiva o prevalente nell'assunzione di partecipazioni», i requisiti della residenza e della commercialità vanno riferiti alle società partecipate e «si verificano quando tali requisiti sussistono nei confronti delle partecipate che rappresentano la maggior parte del valore del patrimonio sociale della partecipante».

3.3.2. Cessione d'azienda

Ai sensi dell'art. 2556 c.c., i contratti che hanno per oggetto il trasferimento della proprietà o il godimento dell'azienda devono essere redatti in forma scritta, «salva l'osservanza delle forme stabilite dalla legge per il trasferimento dei singoli beni che compongono l'azienda¹²¹ o per la particolare natura del contratto»; tali contratti stipulati in forma di atto pubblico o di scrittura privata autenticata devono essere poi depositati entro trenta giorni dal notaio rogante o autenticante, ai fini dell'iscrizione nel registro delle imprese, che ha efficacia di pubblicità legale.

Il trasferimento dell'azienda comporta la successione nei contratti a titolo universale da parte dell'acquirente: ciò significa che il cessionario subentra in tutti i contratti che facevano capo al cedente, con la sola eccezione rappresentata dai contratti a carattere personale¹²²; è comunque

¹²¹ Ad esempio, la vendita di beni immobili richiede la forma scritta, a pena di nullità.

¹²² Per questi risulterà applicabile la disciplina di diritto comune, di cui all'art. 1406 c.c. («Cessione del contratto»): «ciascuna parte può sostituire a sé un terzo nei rapporti derivanti da un contratto con prestazioni corrispettive, se queste non sono state ancora eseguite, purché l'altra parte vi consenta».

riconosciuta alle parti la possibilità di pattuire diversamente. Il legislatore si preoccupa anche di tutelare il terzo contraente, il quale può recedere dal contratto a condizione che i) il recesso avvenga entro tre mesi dalla notizia del trasferimento e ii) sussista una giusta causa (quando cioè si verificano mutamenti rilevanti ai fini della convenienza del contratto), salvo in questo caso la responsabilità dell'alienante (art. 2558 c.c.). Il trasferimento in blocco dei contratti mira da un lato a preservare l'integrità del complesso aziendale, dall'altro a salvaguardare l'adempimento dei contratti. Sono comunque previste delle deroghe a questo principio di carattere generale, ovvero – oltre ai già citati contratti a carattere personale – i contratti da cui derivano crediti o debiti aziendali. Infatti il codice civile prevede un'apposita disciplina ai fini del trattamento dei crediti e dei debiti dell'azienda ceduta: la cessione dei primi (comprendenti quelli pecuniari e non), «anche in mancanza di notifica al debitore o di sua accettazione, ha effetto, nei confronti dei terzi, dal momento dell'iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese. Tuttavia il debitore ceduto è liberato se paga in buona fede all'alienante» (art. 2559 c.c.). La cessione dei debiti è, invece, soggetta ad una disciplina più rigida: infatti il legislatore ha previsto, per assicurare tutela ai creditori ed al cessionario, che l'alienante sia liberato dai debiti anteriori al trasferimento soltanto se sussiste il consenso del creditore ceduto, consenso che ovviamente deve riflettersi nel contratto di cessione. Nel trasferimento di un'azienda commerciale risponde dei debiti inerenti all'azienda, sorti anteriormente all'acquisto, anche il cessionario, a condizione che essi risultino dai libri contabili obbligatori (art. 2560 c.c.): questo implica che gravino esclusivamente sul cedente i debiti non registrati o registrati solamente sui libri contabili facoltativi.

Derogano a queste regole di carattere generale i debiti di lavoro dipendente, disciplinati dall'art. 2112 c.c., e quelli tributari, sottoposti all'art. 14 del D. Lgs. 472/1997. Ai sensi dell'art. 2112 c.c., «il rapporto di lavoro continua con il cessionario ed il lavoratore conserva tutti i diritti che ne derivano»; inoltre, sussiste la responsabilità solidale di cedente e cessionario «per tutti i crediti che il lavoratore aveva al tempo del trasferimento», ferma restando la facoltà del lavoratore di acconsentire alla «liberazione del cedente dalle obbligazioni derivanti dal rapporto di lavoro»¹²³. Per i debiti tributari vige la responsabilità solidale di cedente e cessionario, contro cui il Fisco può agire con azioni esecutive dirette a recuperare imposte, interessi e sanzioni dovuti dal cedente. Ne deriva che i beni dell'acquirente fungono da garanzia, «fatto salvo il beneficio della preventiva escussione del cedente ed entro i limiti del valore dell'azienda o del ramo d'azienda, per il pagamento dell'imposta e delle sanzioni riferibili alle violazioni commesse nell'anno in cui è avvenuta la cessione e nei due precedenti, nonché per quelle già irrogate e contestate nel medesimo periodo anche se riferite a violazioni commesse in epoca anteriore»: sono

¹²³ L'articolo in esame prevede poi che il cessionario applichi «i trattamenti economici e normativi previsti dai contratti collettivi nazionali, territoriali ed aziendali vigenti alla data del trasferimento, fino alla loro scadenza, salvo che siano sostituiti da altri contratti collettivi applicabili all'impresa del cessionario. L'effetto di sostituzione si produce esclusivamente fra contratti collettivi del medesimo livello» (comma 3). Ferma restando la facoltà di esercitare il recesso ai sensi della normativa in materia di licenziamenti, il trasferimento d'azienda non costituisce di per sé motivo di licenziamento. Il lavoratore, le cui condizioni di lavoro subiscono una sostanziale modifica nei tre mesi successivi al trasferimento d'azienda, può rassegnare le proprie dimissioni con gli effetti di cui all'articolo 2119, primo comma» (comma 4).

quindi previsti limiti temporali e quantitativi alla responsabilità dell'acquirente¹²⁴.

Sul piano contabile, il cedente (ai fini della nostra analisi, la *target*) andrà a rilevare a valori contabili i beni (ad esempio, impianti e terreni), diritti (crediti) e passività (come debiti e fondi rischi), contemplati nel contratto di cessione e trasferiti a favore della *newco* B, contabilizzando anche l'eventuale plusvalenza o minusvalenza conseguente all'operazione:

Diversi	a	Diversi	€ 5.000.000
Debiti			€ 1.000.000
Fondo rischi			€ 1.000.000
Società B c/cessione ¹²⁵			€ 3.000.000
	a	Impianti	€ 1.500.000
		Terreni	€ 2.500.000
		Crediti	€ 500.000
		Plusvalenza	€ 500.000

¹²⁴ Inoltre, il secondo e terzo comma mitigano ulteriormente la responsabilità del cessionario: «[1] l'obbligazione del cessionario è limitata al debito risultante, alla data del trasferimento, dagli atti degli uffici dell'amministrazione finanziaria e degli enti preposti all'accertamento dei tributi di loro competenza. [3] Gli uffici e gli enti indicati nel comma 2 sono tenuti a rilasciare, su richiesta dell'interessato, un certificato sull'esistenza di contestazioni in corso e di quelle già definite per le quali i debiti non sono stati soddisfatti. Il certificato, se negativo, ha pieno effetto liberatorio del cessionario, del pari liberato ove il certificato non sia rilasciato entro quaranta giorni dalla richiesta».

¹²⁵ "Società B c/cessione" accoglie il prezzo che viene pagato dall'acquirente (la *newco*). È proprio l'eventuale differenza tra tale importo ed il valore economico della società ceduta che determina l'emersione di plusvalenze (se questa differenza è positiva) o minusvalenze (se negativa) in capo al cedente.

Da parte sua, la *newco* B, in qualità di cessionaria, procede con la rilevazione a valori correnti delle attività e passività acquisite, mostrando l'ammontare corrisposto a titolo di avviamento. Supponendo che, nel nostro caso, gli impianti ed i debiti abbiano un valore corrente inferiore rispetto al valore contabile, mentre i terreni ed il fondo rischi abbiano un valore superiore, si avrà:

Diversi	a	Diversi	€ 6.000.000
Impianti			€ 1.000.000
Terreni			€ 3.500.000
Crediti			€ 500.000
Avviamento			€ 1.000.000
	a	Debiti	€ 500.000
		Fondo rischi	€ 2.500.000
		Società A c/cessione	€ 3.000.000

Infine, sotto il profilo tributario, oltre a quanto già evidenziato in merito alla disciplina relativa alla cessione dei debiti e dei crediti tributari, va sottolineato che la cessione d'azienda risulta essere piuttosto onerosa, sia in rapporto alla tassazione delle plusvalenze realizzate dal cedente, sia in rapporto alle imposte indirette. La cessione d'azienda non è, infatti, un'operazione fiscalmente neutrale: ne deriva che le plusvalenze sono imponibili e le minusvalenze deducibili. A seconda della natura del cedente, si hanno regimi fiscali parzialmente differenti; pertanto, appare opportuno distinguere l'ipotesi di plusvalenze realizzate da *i*) imprese individuali e società di persone (art. 58 del Tuir, che richiama la disciplina dell'art. 86) e quelle conseguite da *ii*) società di capitali. Innanzitutto, l'art. 86 del Tuir, che costituisce il

riferimento normativo per le plusvalenze realizzate da società di capitali, fornisce la definizione di plusvalenza quando questa è realizzata mediante cessione a titolo oneroso: essa è pari alla «differenza fra il corrispettivo o l'indennizzo conseguito, al netto degli oneri accessori di diretta imputazione, e il costo non ammortizzato». Il regime ordinario di tassazione è il medesimo nel caso di imprese individuali, società di persone e società di capitali: è prevista l'imposizione dell'intera plusvalenza nell'esercizio di realizzo: con le aliquote progressive IRPEF nel caso di imprese individuali e società di persone, con aliquota IRES pari al 27,5% per le società di capitali. Tuttavia, a condizione che l'azienda sia stata posseduta dal cedente per un periodo non inferiore a tre anni¹²⁶, il contribuente può – manifestando tale scelta in dichiarazione – optare per la rateizzazione della plusvalenza in quote costanti, nell'esercizio stesso e nei successivi, ma non oltre il quarto¹²⁷. Soltanto per gli imprenditori individuali, e purché l'azienda sia detenuta per un periodo superiore a cinque anni e ne sia fatta richiesta in dichiarazione, è prevista una terza alternativa di regime fiscale, consistente nella tassazione separata¹²⁸. Inoltre,

¹²⁶ Il periodo minimo di possesso richiesto scende ad un anno per le società sportive professionistiche.

¹²⁷ Tuttavia, la rateizzazione della plusvalenza non è possibile quando la cessione riguarda l'unica azienda dell'imprenditore individuale, in quanto si assiste all'uscita dal regime del reddito d'impresa.

¹²⁸ Art. 17 del Tuir: «[1] L'imposta si applica separatamente sui seguenti redditi: (...) g) plusvalenze, compreso il valore di avviamento, realizzate mediante cessione a titolo oneroso di aziende possedute da più di 5 anni e redditi conseguiti in dipendenza di liquidazione, anche concorsuale, di imprese commerciali esercitate da più di 5 anni (...). [2] I redditi indicati alle lettere da g) a n) del comma primo sono esclusi dalla tassazione separata se conseguiti da società in nome collettivo o in accomandita semplice; se conseguiti da persone fisiche nell'esercizio di imprese commerciali, sono tassati separatamente a condizione che ne sia fatta

sempre con specifico riferimento all'imprenditore individuale ed alle società di persone, l'art. 58 del Tuir precisa che il trasferimento di azienda *mortis causa* o per donazione è neutrale, ovvero non costituisce realizzo di plusvalenze, sempre che l'azienda sia assunta ai medesimi valori fiscalmente riconosciuti nei confronti del dante causa.

In materia di imposte indirette, la cessione rileva ai fini delle imposte di registro, ipotecaria e catastale, mentre è un'operazione fuori campo IVA¹²⁹. Più precisamente, l'imposta di registro, che si applica sul valore dichiarato dalle parti nell'atto, ha aliquote differenziate in ragione delle tipologie di beni considerati; si riportano in questa sede, a titolo esemplificativo, alcune delle categorie di beni contemplate dal D.P.R. 131/1986, Tariffa, Parte Prima, art. 1, con le corrispondenti aliquote:

- ✓ Atti traslativi a titolo oneroso della proprietà di beni immobili in genere e atti traslativi o costitutivi di diritti reali immobiliari di godimento, compresi la rinuncia pura e semplice agli stessi, i provvedimenti di espropriazione per pubblica utilità e i trasferimenti coattivi (salvo quanto previsto di seguito)→ 8%;
- ✓ Se l'atto ha ad oggetto fabbricati e relative pertinenze→ 7%;
- ✓ Se il trasferimento ha per oggetto terreni agricoli e relative pertinenze a favore di soggetti diversi dagli imprenditori agricoli a titolo principale o di

richiesta nella dichiarazione dei redditi relativa al periodo di imposta al quale sarebbero imputabili come componenti del reddito di impresa».

¹²⁹ Art. 2, comma 3, lettera b), del D.P.R. 633/1972.

associazioni o società cooperative di cui agli articoli 12 e 13 della legge 9 maggio 1975, n. 153 → 15%;

- ✓ Se il trasferimento ha per oggetto immobili di interesse storico, artistico e archeologico soggetti alla legge 1° giugno 1939, n. 1089, sempreché l'acquirente non venga meno agli obblighi della loro conservazione e protezione → 3%;
- ✓ Se il trasferimento avviene a favore dello Stato, ovvero a favore di enti pubblici territoriali o consorzi costituiti esclusivamente fra gli stessi ovvero a favore di comunità montane → Euro 168,00.

È opportuno evidenziare che, ai sensi dell'art. 52 del D.P.R. 131/1986, l'Amministrazione finanziaria ha il potere di rettificare e liquidare la maggiore imposta, con gli interessi e le sanzioni, «se ritiene che i beni o i diritti (...) hanno un valore venale superiore al valore dichiarato o al corrispettivo pattuito». L'avviso di rettifica e di liquidazione della maggiore imposta deve contenere determinate informazioni, come l'indicazione del valore attribuito a ciascuno dei beni o diritti, l'indicazione delle aliquote applicate, del calcolo della maggiore imposta e dell'imposta dovuta in caso di presentazione del ricorso. Inoltre, deve individuare – a pena di nullità – la motivazione dell'atto (in particolare, i presupposti di fatto e le ragioni giuridiche che lo hanno determinato), allegando l'atto eventualmente richiamato nella motivazione, salvo che l'avviso di rettifica o di liquidazione già non riporti il suo contenuto.

Le imposte ipotecaria e catastale, al contrario, prevedono un'unica aliquota pari rispettivamente al 2% ed all'1%, che va applicata alla base imponibile, al lordo delle passività e non maggiorata dell'avviamento.

3.4. Fusione e situazione della società post-fusione

La fusione può essere descritta «come quella vicenda giuridica per la quale ad una pluralità di società se ne sostituisce una sola, già esistente o di nuova costituzione»¹³⁰. Tecnicamente tale operazione può essere assumere due diverse forme: nella fusione per incorporazione, una società preesistente (l'incorporante) ingloba un'altra società (l'incorporata), la quale quindi si estingue per effetto dell'incorporazione¹³¹; invece, nella fusione per unione (detta

¹³⁰ Buono Domenico, Carrara Stefano, Giannone Andrea, Vaschetto Elena, "Fusioni e scissioni. Norme antielusive, bonus aggregazioni, affrancamento a pagamento" Ipsoa, Temi di Reddito d'Impresa, 2008, pag. 88.

¹³¹ L'incorporazione potrebbe anche essere della *newco* controllante nella *target* controllata: in tal caso, si parla di fusione inversa (*reverse merger*¹³¹). Perché le società dovrebbero optare per una fusione di questo tipo? A tal proposito, è stato osservato che «diverse sono le motivazioni sottese al suo compimento, quali ad esempio la possibilità di realizzare tanto una semplificazione di taluni adempimenti formali, allorquando la partecipata sia titolare di specifiche licenze o autorizzazioni la cui cessione comporterebbe ingenti oneri, quanto uno snellimento della struttura societaria del gruppo, qualora l'attività operativa si concentri nella società partecipata; la stessa fusione inversa, inoltre, potrebbe palesarsi funzionale sia a seguito di altre operazioni di riorganizzazione aziendale, quale ad esempio quella del *leveraged buy out*, sia al mantenimento della quotazione dei titoli azionari, laddove all'operazione partecipino anche società non quotate: tipicamente, è il caso in cui, a seguito di una OPA totalitaria realizzata da una società non quotata su di una quotata, si proceda alla fusione inversa, così da consentire l'ammissione alla quotazione della controllante oggetto di incorporazione», (tratto da: Fondazione Aristeia – Istituto di ricerca dei dottori commercialisti, "Documento n. 79. Aspetti contabili della fusione inversa", settembre 2007, pag. 3); ancora, altri autori hanno sottolineato ulteriori possibili spiegazioni sottese alla fusione inversa: «tale (...) "schema" generalmente ricorre quando risulta preferibile, più agevole dal punto di vista operativo e, spesso, anche più economico, continuare l'attività per mezzo della società partecipata, ad esempio perché la stessa, in quanto società operativa, è titolare di rapporti giuridici e beni, di contratti di lavoro dipendente ovvero immobili e mobili registrati, la cui trasferibilità di dimostrerebbe complessa e dispendiosa, oppure quando la partecipata gode di un "nome", di un marchio, di un particolare *status* che si crede possa venir meno o, comunque essere

anche fusione propria o pura, nonostante sia meno diffusa rispetto alla fusione per incorporazione), tutte le società partecipanti alla fusione si estinguono, dando vita ad un nuovo soggetto giuridico¹³². In entrambe le configurazioni, si pone un problema molto delicato: quando infatti una società si estingue per effetto della fusione – che sia per unione o per incorporazione –, è necessario tacitare gli azionisti della società estinta, attribuendo ad essi un numero di azioni della società risultante dalla fusione (che sia l'incorporante o la nuova società frutto dell'unione delle società partecipanti alla fusione), aventi un valore economico pari a quello delle azioni che gli azionisti detenevano e a cui hanno rinunciato ai fini della fusione. Questa questione di primaria importanza è nota come rapporto di cambio: «il rapporto di cambio esprime la misura secondo la quale vengono attribuite alle società partecipanti alla fusione le azioni o quote della società risultante dalla fusione, ovvero incorporante; in altri termini, detto rapporto indica, nella fusione per incorporazione, quante azioni o quote della incorporante saranno assegnate ai soci, ogni dato numero di azioni o quote della incorporata

ridimensionato a causa dell'operazione, oppure quando risulta difficile, o almeno più costoso, comunicare l'operazione a clienti e fornitori o, ancora, per evitare le vulture in ordine a licenze ed autorizzazioni per l'esercizio di una qualche attività [come già evidenziato nella precedente citazione]»; tratto da: Buono Domenico, Carrara Stefano, Giannone Andrea, Vaschetto Elena, "Fusioni e scissioni. Norme antielusive, bonus aggregazioni, affrancamento a pagamento", Ipsoa, Temi di Reddito d'impresa, 2008, pag. 90; in modo analogo, Visentin G. Graziano: «le ragioni che consigliano di adottare la fusione inversa sono spesso correlate alla necessità di evitare gli oneri relativi al trasferimento di ingenti immobili o marchi d'impresa esistenti presso le partecipate, nel caso in cui queste fossero incorporate dalla controllante», in: "Fusione inversa e azioni proprie", Ipsoa, Il fisco, 2008, 46, pag. 8248.

¹³² Non a caso l'art. 2501 c.c., riflettendo perfettamente l'esistenza di queste due forme di fusione, recita: «la fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre».

originariamente partecipata»¹³³. È quindi essenziale che il rapporto di cambio, in quanto espressione della misura in cui i soci delle società incorporate (o fuse) parteciperanno al capitale della società incorporante (o risultante dalla fusione), sia ricostruito in modo appropriato; in particolare, la sua determinazione sottintende la corretta valutazione delle due società: «se la prima società è sopravvalutata rispetto alla seconda, il rapporto di cambio risulta incongruo a vantaggio dei soci della prima. Il rapporto di cambio incongruo determina una perdita netta in capo ai soci della società che viene erroneamente sottovalutata. La giurisprudenza edita negli ultimi anni mostra, e non potrebbe essere diversamente, che l'incongruità del rapporto di cambio è al centro del contenzioso in materia di fusione»¹³⁴.

Sul piano giuridico, il codice civile dedica alla fusione 19 articoli, prevedendo un rigoroso *iter* da porre in essere per il compimento e la validità dell'operazione. I documenti fondamentali che sono al centro della fase preparatoria della fusione sono quattro, di cui tre di competenza dell'organo amministrativo, ovvero il progetto di fusione (art. 2501-*ter* c.c.), la situazione patrimoniale (art. 2501-*quater* c.c.) e la relazione (art. 2501-*quinquies* c.c.), ai quali si aggiunge la relazione degli esperti (art. 2501-*sexies* c.c.). La fase attuativa della fusione comporta la predisposizione di altri due documenti: la delibera di fusione, di competenza dei soci, e l'atto di fusione, redatto dall'organo amministrativo.

¹³³ Lombardi Giuseppe, "Riflessioni a margine di un'operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e *merger leveraged buy-out*", *Ipsa*, Corriere giuridico, 2003, 2, pagg. 201-211.

¹³⁴ Sangiovanni Valerio, "Indebitamento, acquisizione e fusione: il *merger leveraged buy out*", *Ipsa*, Le Società, 2010, 8, pag. 965.

La situazione patrimoniale delle società è redatta dall'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione, applicando i principi che presiedono alla redazione del bilancio d'esercizio: essa consiste, essenzialmente, in un bilancio intermedio. Il documento deve riferirsi «ad una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società», come stabilito dall'art. 2501-*quater*, comma 1, c.c.; in altre parole, devono trascorrere almeno 120 giorni tra la data in cui viene redatta la situazione patrimoniale e la data in cui viene depositato il progetto di fusione (ed altri documenti indicati dal legislatore) presso la sede di ogni società partecipante all'operazione. Ai sensi del secondo comma dell'art. 2501-*quater* c.c., l'organo amministrativo ha la possibilità di non redigere la situazione patrimoniale, sostituendola con il bilancio d'esercizio, a condizione che tale bilancio non presenti una data anteriore di oltre sei mesi alla data del deposito del progetto di fusione presso la sede della società.

L'articolo 2501-*bis* c.c. impone una procedura “rafforzata” per la realizzazione della fusione tra la società *target* e la *newco*, procedura finalizzata a garantire una adeguata informazione relativamente alla sostenibilità dell'operazione sul piano finanziario¹³⁵ (infatti nella peggiore delle ipotesi, il

¹³⁵ «In altre parole, le specificità procedurali, che caratterizzano una fusione cui si applicano le disposizioni previste dall'art. 2501-*bis* del codice civile, sono anzitutto rivolte a fornire una adeguata informazione in ordine al fatto che la società incorporante sia in grado di fare fronte: • non solo a tutte le obbligazioni patrimoniali assunte *ante* fusione dalle singole società partecipanti alla fusione al fine di essere impiegate nell'ambito delle società stesse, • ma anche alle obbligazioni patrimoniali appositamente assunte *ante* fusione per l'acquisto di una delle società partecipanti alla fusione e quindi, nell'ottica della società risultante o incorporante, portate fuori dalla società senza una contropartita negli impieghi. (...) Che l'obiettivo della speciale procedura sia quello di dare una informativa specifica, sulla sostenibilità prospettica dell'operazione dal punto di vista finanziario, non tanto ai soci o ai

carico di debiti che finisce per gravare sulla *target* potrebbe condurla al fallimento, in quanto la società potrebbe non avere la capacità di adempiere alle proprie obbligazioni¹³⁶). Naturalmente, le cautele del legislatore non rappresentano una garanzia della buona riuscita dell'operazione, ma sono indice, sotto il profilo previsionale, della validità e della realizzabilità del progetto, che dovrebbe consentire quantomeno il rimborso dei finanziamenti ottenuti dalla *newco* ai fini dell'acquisizione. Questo *iter* peculiare delle operazioni di MLBO interessa alcuni dei documenti sopra indicati, che sono previsti dalla disciplina generale del codice civile in tema di fusioni, ovvero il progetto di fusione, la relazione dell'organo amministrativo e la relazione degli esperti.

Il progetto di fusione, che viene redatto dall'organo amministrativo delle società partecipanti all'operazione, deve contenere (ai sensi del primo comma dell'art. 2501-*ter* c.c.: quindi nell'ipotesi di "normale" fusione) una serie informazioni, quali: 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione; 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di

creditori sociali, quanto in senso più ampio al mercato, lo conferma il fatto che le disposizioni procedurali previste dall'art. 2501-*bis* del codice civile non possono essere disapplicate né con il consenso unanime dei soci di tutte le società partecipanti alla fusione, né con il consenso di tutti i creditori sociali e gli eventuali obbligazionisti», tratto da: Zanetti Enrico, "Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: ambito di applicazione della procedura «rafforzata» ex art. 2501-*bis* c.c.", *Ipsoa*, Il Fisco, 2010, 47, pag. 7638.

¹³⁶ Infatti una delle funzioni principali del capitale proprio (oltre, ad esempio, alla funzione organizzativa – in quanto il capitale di rischio rappresenta un parametro oggettivo che consente di 'quantificare' diritti e doveri dei soci – ed a quella produttivistica – in quanto fornisce i mezzi necessari per perseguire l'oggetto sociale –) è proprio la funzione di garanzia, nei confronti dei creditori sociali ed in generale dei terzi con cui la società entra in contatto.

quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione; 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro; 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili; 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante¹³⁷; 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni; 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione. Il progetto deve essere depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo dove hanno sede le società partecipanti alla fusione; l'iscrizione deve poi avvenire almeno 30 giorni prima della data fissata per la decisione in merito al compimento dell'operazione (a meno che i soci rinuncino al termine con consenso unanime)¹³⁸.

¹³⁷ Con riferimento al punto 6), si evidenzia che gli effetti contabili della fusione possono essere retro o postdatati. Gli effetti giuridici possono essere postdatati, ma mai retrodatati, mentre gli effetti fiscali dell'operazione di fusione possono essere retrodatati, ai sensi dell'art. 172, comma 9, del Tuir: «l'atto di fusione può stabilire che ai fini delle imposte sui redditi gli effetti della fusione decorrano da una data non anteriore a quella in cui si è chiuso l'ultimo esercizio di ciascuna delle società fuse o incorporate o a quella, se più prossima, in cui si è chiuso l'ultimo esercizio della società incorporante» (circostanza che nella pratica avviene di frequente, congiuntamente alla retrodatazione degli effetti contabili, facendo decorrere il periodo d'imposta a partire dal 1/1 dell'anno in cui è stata realizzata la fusione. Per maggiori dettagli, si rimanda alla parte del capitolo dedicata alla trattazione degli aspetti fiscali della fusione).

¹³⁸ Si segnala che tale iscrizione, ai sensi dell'art. 2504-*quater* c.c., ha efficacia sanante: ciò si esplica nel fatto che, una volta «eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione a norma del secondo comma dell'articolo 2504, l'invalidità dell'atto di fusione non può più essere pronunciata.

Oltre a queste prescrizioni, che sono proprie di qualsiasi fusione, nel caso di *merger leveraged buy-out* il progetto di fusione «deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione» (art. 2501-*bis*, comma 2, c.c.): l'intento primario del legislatore è far sì che venga assicurata la sostenibilità finanziaria dell'operazione; quindi già nel progetto di fusione vanno indicate le risorse che consentiranno il rimborso dei debiti. Oltre a questa funzione principale, l'obbligo di indicare i fondi con cui verrà ripianato il debito consente anche di rendere informati i soci ed i creditori delle società in merito a questo aspetto

Resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione». Come è stato osservato, «la *ratio* di questa norma, (...) si rinviene, come si legge nella relazione ministeriale allo schema del decreto delegato, nella necessità di evitare le difficoltà gravissime che nascerebbero quando fosse dichiarata nulla la fusione già attuata; difficoltà sia in ordine alla suddivisione dei patrimoni ormai unificati e, nel tempo intercorrente fino alla formazione del giudicato, modificati magari profondamente, sia alla ricostruzione delle compagini dei soci delle diverse società partecipanti all'operazione, sia al coordinamento, nell'ipotesi di fusione in senso stretto, con le norme che regolano i casi di nullità relativi alla costituzione delle società per azioni (art. 2332 c.c., che è rimasto in vigore) e gli effetti di tale nullità. (...) è senz'altro corretto ritenere che l'unico atto che resta in sé sanato per effetto dell'iscrizione è l'atto finale di fusione, per essere solo quest'atto considerato dall'art. 2504-*quater* c.c., mentre non resterebbero sanati gli atti nulli ad esso precedenti e funzionali, e in particolare le delibere assembleari delle società partecipanti alla fusione approvative del progetto di fusione. (...) Pertanto l'art. 2504-*quater* potrebbe più correttamente leggersi nel senso che, una volta iscritto l'atto di fusione, non può più esserne pronunciata la nullità per vizi suoi propri; mentre viceversa la nullità potrebbe essere pronunciata nel caso che siano viziate le funzionali delibere approvative del progetto di fusione o non siano state rispettate le altre condizioni del procedimento ritenute imperative dagli artt. 2501 ss. c.c.» (Camilletti Francesco, "Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c.d. *merger leveraged buy out*", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1994, pag. 146-148).

basilare¹³⁹: il progetto di qualsiasi fusione infatti (congiuntamente ad una serie di altri documenti, quali: le relazioni *ex artt.* 2501-*quinquies* e 2501-*sexies* c.c., le situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione *ex art.* 2501-*quater* c.c., i bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione, con le relazioni dei soggetti cui compete l'amministrazione e la revisione legale) deve restare depositato «in copia nella sede delle società partecipanti alla fusione, durante i trenta giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione» ed «i soci hanno diritto di prendere visione di questi documenti e di ottenerne gratuitamente copia» (art. 2501-*septies* c.c.).

In base all'art. 2501-*quinquies* c.c.¹⁴⁰, che ha per oggetto l'operazione di fusione in generale, la relazione dell'organo amministrativo fornisce la spiegazione delle ragioni sottese alla fusione, in quanto deve indicare la motivazione dell'operazione sia sotto il profilo giuridico che

¹³⁹ In tal senso, si veda: Sangiovanni Valerio, "Indebitamento, acquisizione e fusione: il *merger leveraged buy out*", Ipsoa, Rivista delle Società, 2010, 8, pag. 964: «I dati contenuti nel progetto di fusione servono sia ai soci sia ai creditori delle società. Il progetto di fusione serve ai soci che dovranno deliberare in merito alla medesima ad avere ogni informazione utile per poter decidere con cognizione di causa: non si deve dimenticare che la fusione comporta profonde modificazioni nella compagine sociale e, addirittura, il venire meno di (almeno) una delle società coinvolte. Oltre che per i soci, il progetto di fusione costituisce strumento d'informazione per i creditori della società, che possono presentare opposizione»).

¹⁴⁰ Art. 2501-*quinquies* c.c. («Relazione dell'organo amministrativo»): [1] «L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve predisporre una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote. [2] La relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio. Nella relazione devono essere segnalate le eventuali difficoltà di valutazione».

economico¹⁴¹. Il secondo comma specifica che «la relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio. Nella relazione devono essere segnalate le eventuali difficoltà di valutazione». Spetta quindi agli amministratori determinare il rapporto di cambio; a questo proposito, il legislatore non fissa dei criteri specifici¹⁴² che vanno seguiti ai fini della valutazione di tale rapporto (fermo restando che l'art. 2501-sexies c.c. impone l'espressione di un parere di

¹⁴¹ Come è stato opportunamente sottolineato, risulta più delicato giustificare la fusione sul piano economico: «sotto il primo profilo e' necessario che l'operazione non sia *contra legem*. Al riguardo non mi pare tuttavia debbano essere necessarie particolari giustificazioni nella relazione, salvo il caso in cui l'operazione sia strutturata in modo tale che - per determinati aspetti - si presenti giuridicamente problematica. Più articolata deve invece, di norma, risultare la giustificazione «economica» dell'operazione. Probabilmente tale dizione sta a indicare che la relazione deve esplicitare le finalità che si intendono raggiungere con la fusione. Normalmente gli obiettivi sono quelli di creare una sinergia fra due attività industriali o commerciali. In particolare fondendo due società si possono ridurre i costi delle rispettive attività, ad esempio eliminando la duplicazione di strutture che svolgono la medesima funzione. Nel lungo termine la fusione e' finalizzata ad accrescere la redditività delle società coinvolte»; tratto da: Sangiovanni Valerio, "Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out", Ipsoa, Rivista delle Società, 2010, 8, pag. 965.

¹⁴² Anzi, come è stato rilevato, «i criteri applicabili per la determinazione del rapporto di cambio possono essere pertanto plurimi e non è escluso - anzi pare preferibile - che si proceda ad una determinazione del cambio in forza di più metodi, ognuno dei quali potrà avere un peso specifico percentuale non uguale: si pensi così, senza pretesa di completezza, al criterio patrimoniale puro, a quello misto patrimoniale-reddituale, al metodo reddituale puro, al criterio della capitalizzazione di borsa, ecc.» (Lombardi Giuseppe, "Riflessioni a margine di un'operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e *merger leveraged buy-out*", Ipsoa, Corriere giuridico, 2003, 2, pag. 211). Anche la giurisprudenza di legittimità ha avuto modo di esprimersi su questo aspetto: «la legge si astiene dal fissare criteri direttivi per la determinazione del rapporto di cambio, onde essi restano affidati alla discrezionalità tecnica (non all'arbitrio) degli amministratori, con la previsione di un'adeguata informazione per i soci e di un controllo preventivo imparziale sulla congruità del detto rapporto (Sent. Cass. civile, sez. 1, 11 dicembre 2000, n. 15599).

congruità, in relazione al rapporto di cambio, da parte di un terzo esperto). Ne deriva che non esiste un unico rapporto di cambio giusto, ma esiste un rapporto di cambio congruo, compreso quindi in un *range* di valori considerati corretti. Tendenzialmente, la giurisprudenza ha ritenuto di non potere (né dovere) sindacare il rapporto di cambio nel merito, limitandosi ad un controllo di legittimità della stima (al massimo arrivando a considerare l'ipotesi di manifesta irragionevolezza o arbitrarietà della determinazione del rapporto di cambio¹⁴³); tuttavia, pur essendo questo

¹⁴³ Di questo avviso è la Cassazione: «(...) proprio perché la legge non fissa criteri direttivi, la sindacabilità (in ordine al rapporto di cambio) della delibera assembleare che approva il progetto di fusione rimane circoscritta ai casi in cui quel rapporto sia determinato in modo arbitrario o sulla base di dati incompleti e non veritieri. Non basta dunque opporre ai metodi ed ai criteri di valutazione seguiti altri metodi e criteri diversi; occorre anche allegare e dimostrare che questi ultimi, in concreto e non in ipotesi, condurrebbero a risultati più congrui ed adeguati» (Sentenza Cassazione civile, sez. 1, 11 dicembre 2000, n. 15599); questa è la posizione anche della giurisprudenza di merito: il Tribunale di Perugia ha affermato che «allorché la determinazione del rapporto di cambio nella fusione sia il risultato dell'impiego di criteri di valutazione idonei ed uguali per tutte le società partecipanti, venga compiutamente motivata e non vi siano specifici indizi di un comportamento fraudolento od arbitrario degli amministratori delle società partecipanti, tale determinazione non è sindacabile» (Sentenza Tribunale di Perugia, 26 aprile 1993); ancora, nella famigerata sentenza Trenno (13 maggio 1999), il Tribunale di Milano sostiene che il controllo dell'autorità giudiziaria «deve limitarsi all'accertamento che il giudizio di congruità del rapporto di cambio, che è risultato da un raffronto delle valutazioni del capitale economico delle società interessate alla fusione, non sia stato formulato in modo arbitrario, con criteri non consentiti o sulla base di dati incompleti o inveritieri. Il concesso di congruità richiama infatti quello di una scelta valutativa ragionevole, motivata, non arbitraria e il giudice è chiamato a verificare l'esistenza di questi presupposti, non a formulare un autonomo giudizio, in sostituzione di quello dell'esperto». Dello stesso parere il Tribunale di Genova (sentenza del 21 dicembre 2000): «quanto alla doglianza relativa al rapporto di cambio, (...) va premesso in linea generale che trattasi di giudizio di legittimità, sindacato già ammesso prima della normativa del 1991 ed oggi resa palese dall'obbligo degli amministratori di giustificare il rapporto di cambio, specificandone i criteri di determinazione e le eventuali

l'orientamento prevalente, non sono mancate pronunce giurisprudenziali di senso opposto¹⁴⁴. Nell'ipotesi di *merger leveraged buy-out*, il legislatore ha predisposto ulteriori cautele con riferimento alla relazione dell'organo amministrativo, la quale deve indicare anche «le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e

difficoltà di valutazione (art. 2501-*quater* c.c.) e dalla necessaria relazione degli esperti, che devono esprimere parere sulla congruità, indicando il metodo o i metodi seguiti e i valori risultanti dall'applicazione e le eventuali difficoltà di valutazione. D'altra parte, la indicazione normativa di rapporto di cambio congruo rende azionabile il rispetto di tale obbligo, quale valutazione di scelta ragionevole, motivata e non arbitraria da parte degli amministratori, senza potere assurgere a controllo di merito».

¹⁴⁴ Il Tribunale di Milano ha infatti ritenuto che «(...) l'operato degli amministratori assume espressa natura di attività valutativa tecnica, soggetta come tale al giudizio anch'esso tecnico degli esperti, volto a fornire ai soci deliberanti sulla proposta completa e ragionata informazione e a controllare la ragionevolezza ed adeguatezza dei criteri seguiti nell'assicurare un "congruo" apprezzamento della posizione di partecipazione di ciascun socio. E, si noti, la previsione normativa di tale giudizio tecnico "preventivo" ad opera degli esperti non elide certo la ulteriore possibilità di verifica giurisdizionale della correttezza della valutazione, verifica che invece, come per ogni attività tecnica, ben potrà essere svolta in sede contenziosa, a mezzo di apposita consulenza, e potrà portare ad accertamento di non congruità del rapporto di cambio, con conseguente accertamento di invalidità per tale profilo della deliberazione approvativa del progetto di fusione ovvero (...) con conseguente determinazione del danno subito dai soci ai quali siano state assegnate azioni o quote della società incorporante in misura inferiore a quella che sarebbe derivata da una congrua determinazione del rapporto di cambio. Né, in tale quadro sistematico, può poi obiettarsi che, in tal modo, la valutazione degli amministratori venga ad essere impropriamente sostituita da quella operata dal giudice sulla scorta della consulenza, in quanto la rideterminazione del rapporto "congruo" in sede di verifica contenziosa risulta funzionale alla sola liquidazione del pregiudizio economico subito dai soci: pregiudizio che, altrimenti, non potrebbe, una volta accertata la incongruità della determinazione originaria, essere liquidato se non in via equitativa, con margini di opinabilità ben maggiori» (Sentenza Tribunale di Milano, 2 novembre 2000).

finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere» (art. 2501-bis, comma 3, c.c.). La prima indicazione della norma («le ragioni che giustificano l'operazione») potrebbe sembrare una sorta di ripetizione di quanto già richiesto dal legislatore nell'art. 2501-*quinquies* c.c., il quale si riferisce alle indicazioni che deve contenere la relazione dell'organo amministrativo nell'ipotesi di una "normale" fusione («(...) una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote»). Tuttavia, è stato osservato come, in realtà, il terzo comma dell'art. 2501-bis c.c. aggiunga qualcosa: infatti l'art. 2501-*quinquies* c.c. «esige che «il progetto di fusione» (e non, si badi bene, la «operazione») sia giustificata sotto il profilo giuridico e sotto quello economico. Si tratta di una sottile distinzione, di cui però bisogna dare atto: in generale va giustificata la fusione, nel caso particolare del *merger leveraged buy out* va giustificata l'operazione. Per operazione si deve intendere qui non solo la fusione (che è la parte finale dell'intero *iter*), bensì anche l'acquisizione che precede la fusione e anche l'indebitamento che precede l'acquisizione. La giustificazione contenuta nella relazione dell'organo amministrativo deve pertanto riguardare tutti tali aspetti»¹⁴⁵.

Il secondo punto dell'art. 2501-bis, comma 3, c.c., riguarda la redazione di «un piano economico e finanziario, con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere». In considerazione del fatto che il debito assunto ai fini dell'acquisizione finirà per gravare sulla società acquisita, la

¹⁴⁵ Sangiovanni Valerio, "Indebitamento, acquisizione e fusione: il *merger leveraged buy out*", *Ipsa*, Rivista delle Società, 2010, 8, pag. 966.

quale potrebbe avere difficoltà a ripagare tale debito, il legislatore impone la redazione di un piano economico-finanziario, che comprende una parte quantitativa ed una qualitativa (ovvero descrittiva). L'organo amministrativo deve specificare in primo luogo la struttura dell'indebitamento post-fusione e dunque la fonte delle risorse finanziarie che verranno utilizzate per ripianare il debito. Le «risorse finanziarie» di cui si parla includono fondi di natura eterogenea:

- ✓ «i flussi di cassa (attesi) generabili dalla società *target*;
- ✓ i proventi di eventuali operazioni straordinarie, quali dismissioni di cespiti o rami aziendali non strategici (c.d. *asset stripping*);
- ✓ l'emissione di prestiti obbligazionari;
- ✓ l'aumento di capitale sociale della società *target* da collocarsi sul mercato»¹⁴⁶.

Questa esplicitazione consente di comprendere perché il piano economico-finanziario consista anche di una parte qualitativa-descrittiva, oltre che numerica: infatti esso «deve indicare quale sarà il presumibile andamento futuro della società risultante dalla fusione. Infatti è solo il futuro andamento positivo a poter garantire flussi di cassa sufficienti a ripagare il debito. Il patrimonio della società obiettivo costituisce garanzia del pagamento del debito, ma ciò non significa necessariamente che detto patrimonio debba essere utilizzato per pagare il debito. Idealmente il debito viene pagato con i futuri flussi di cassa generati dall'attività della

¹⁴⁶ Confalonieri Marco, "Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società", Gruppo 24 ore, I Manuali di guida al diritto, 2011, pag. 101.

società risultante dalla fusione. Il piano economico e finanziario deve abbracciare un arco temporale sufficientemente ampio e deve essere legato alla durata del finanziamento. Se, ad esempio, si pensa di poter pagare il debito entro cinque anni, il piano deve indicare quali saranno le risorse ragionevolmente reperibili in tale lasso di tempo»¹⁴⁷. Quindi tale documento dovrà chiarire quale sarà il piano strategico (stati patrimoniali, conti economici e *cash flows*) della società per un certo arco temporale medio-lungo. Con riferimento all'altro aspetto contemplato dal terzo comma dell'art. 2501-*bis* c.c. – ovvero l'indicazione degli obiettivi che si intendono raggiungere –, l'organo amministrativo dovrà descrivere le ragioni di carattere industriale e/o commerciale che sono alla base dell'operazione (ad esempio, il raggiungimento di sinergie).

Ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, comma 1, c.c., nell'ipotesi di fusione in generale, «uno o più esperti per ciascuna società devono redigere una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi: a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi; b) le eventuali difficoltà di valutazione»; inoltre, il legislatore richiede anche «un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato» (comma 2)¹⁴⁸. Come evidenziato in precedenza, una corretta

¹⁴⁷ *Ibidem*.

¹⁴⁸ Vi sono delle ipotesi particolari di fusione, per le quali non è richiesta la relazione degli esperti (come ad esempio nel caso di fusione di due o più società interamente possedute da una terza o da un unico soggetto; o ancora, l'ipotesi di fusione di tre o più società, interamente possedute a "cascata"). In linea generale, si tratta di situazioni che hanno, come

determinazione del rapporto di cambio è di fondamentale importanza; per questo, il legislatore coinvolge nella procedura soggetti in possesso di requisiti di indipendenza e competenza¹⁴⁹: «l'esperto o gli esperti sono scelti tra i soggetti di cui al primo comma dell'articolo 2409-bis¹⁵⁰ c.c. e, se la società incorporante o la società risultante dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società. Se la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto tra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. In ogni caso, le società partecipanti alla fusione possono congiuntamente richiedere al tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione o quella incorporante la nomina di uno o più esperti comuni» (art. 2501-sexies, commi 3 e 4, c.c.)¹⁵¹. L'ultimo comma

minimo comune denominatore, il fatto che il concambio riguarda una parte marginale del capitale sociale.

¹⁴⁹ Come è stato opportunamente rilevato, «l'opera di determinazione della congruità del rapporto di cambio, che si connota per un alto livello di tecnicismo, non può essere lasciato ai soli amministratori delle società; si impone, al contrario, un controllo esterno. Per tacere del fatto che, in alcuni casi, i gestori potrebbero vertere in una situazione di conflitto d'interessi che può spingerli a sopravvalutare una società a danno dell'altra. Anche per questa ragione sussiste la necessità di un controllo esterno indipendente» (Sangiovanni Valerio, "Fusione di società e opposizione dei creditori", Ipsoa, Contratto e impresa, 2010, 6, pag. 1348 ss.).

¹⁵⁰ L'articolo in questione definisce da quali soggetti deve essere svolta la revisione legale dei conti nelle s.p.a. (e quindi anche nelle s.a.p.a.), ovvero «un revisore legale dei conti» o «una società di revisione legale iscritti nell'apposito registro».

¹⁵¹ I successivi commi 5 e 6 dell'art. 2501-sexies c.c. («Relazione degli esperti») definiscono in linea generale i poteri e la responsabilità dell'esperto: [5] Ciascun esperto ha diritto di ottenere dalle società partecipanti alla fusione tutte le informazioni e i documenti utili e di procedere ad ogni necessaria verifica. [6] L'esperto risponde dei danni

dell'articolo in esame conferisce ai soci la facoltà di rinunciare – purché la rinuncia sia fatta all'unanimità – alla relazione dell'esperto¹⁵².

È stato invece osservato come, nell'ipotesi di MLBO, non sia possibile rinunciare alla relazione dell'esperto, neanche con il consenso unanime dei soci (a differenza di quanto appunto previsto dall'ultimo comma dell'art. 2501-*sexies* c.c., nell'ipotesi di "normale" fusione): «l'obbligo di redazione della relazione è inderogabile in quanto posto a tutela non solo dei soci, ma anche dei terzi; i soci non vi potranno pertanto rinunciare nemmeno all'unanimità»¹⁵³. Inoltre, sotto

causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'articolo 64 del codice di procedura civile. Infine, il settimo comma recita come segue: «ai soggetti di cui ai precedenti terzo e quarto comma è altresì affidata, in ipotesi di fusione di società di persone con società di capitali, la relazione di stima del patrimonio della società di persone a norma dell'articolo 2343».

¹⁵² È questa una novità introdotta con il D. Lgs. 147/2009, con decorrenza a partire dal 15 novembre 2009.

¹⁵³ Massime della Commissione Società Consiglio notarile di Milano, Ipsoa, Notariato, 2011, 4, pag. 485. In questo stesso documento, il Consiglio sottolinea che «la relazione deve essere predisposta anche dalle società che volontariamente si sottopongono alla revisione legale dei conti; l'assenza di eccezioni nel testo della norma e la compatibilità della revisione facoltativa con l'intento di utilizzarla per finalità informative di interesse generale depongono senz'altro in questo senso; d'altra parte la scelta operata dalla società di sottoporsi alla revisione, anche se non obbligata, ha come effetto naturale l'assoggettamento alla disciplina che direttamente o indirettamente ne deriva; la norma trova applicazione anche quando la revisione legale dei conti sia affidata al collegio sindacale, che, in tal caso, deve essere interamente composto da revisori legali. Se infatti il legislatore consente che ad esso venga attribuita in determinate fattispecie anche tale attività ha, evidentemente, ritenuto che lo stesso non sia privo della necessaria indipendenza o della idonea competenza professionale e che possa pertanto adeguatamente svolgere tutti i compiti e ottemperare a tutti gli obblighi che ne derivano e, tra questi, anche la redazione della relazione prevista dall'articolo 2501-*bis*, comma 5, c.c. Il tenore letterale della disposizione, che parla di "soggetto" (laddove il collegio sindacale è un

il profilo del contenuto, nel caso di *merger leveraged buy-out* la relazione degli esperti, oltre alle “ordinarie” asserzioni di cui all’art. 2501-*sexies* c.c., deve attestare anche «la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione» (con riferimento alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione)¹⁵⁴.

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

"organo"), non sembra dunque possa prevalere su ragioni di coerenza sistematica».

¹⁵⁴ Ovviamente l’attestazione della ragionevolezza del piano economico-finanziario da parte dell’esperto non costituisce garanzia in ordine alla realizzazione dei risultati previsti nel piano stesso.

c.c. e 2501-septies, comma 1, c.c.»¹⁵⁵. Sotto il profilo del contenuto, la relazione del revisore non dovrà limitarsi ad attestare la correttezza dei dati contabili sulla base dei quali è stato predisposto il piano, ma dovrà considerare anche le metodologie contabili che sono state adottate ai fini della redazione del progetto¹⁵⁶.

Infine, l'ultimo comma della norma in esame stabilisce l'impossibilità di applicare al *merger leveraged buy-out* le semplificazioni procedurali consentite nell'ambito delle fusioni per incorporazione di società interamente possedute o possedute al 90%, ai sensi degli artt. 2505 e 2505-bis c.c.¹⁵⁷.

¹⁵⁵ *Ibidem*.

¹⁵⁶ Così la Circolare della Fondazione Centro Studi dell'Unione Giovani Dottori Commercialisti, del 28 maggio 2009, n. 8, pag. 10.

¹⁵⁷ I due articoli in questione riguardano, rispettivamente, le ipotesi di incorporazione di società interamente possedute e possedute al 90%. In questi casi, il legislatore ha previsto delle semplificazioni di carattere procedurale: ad esempio, se l'incorporazione ha per oggetto una società posseduta al 100%, gli amministratori sono esonerati dall'obbligo di indicare, nel progetto di fusione, le informazioni di cui ai punti n. 3), 4) e 5) dell'art. 2501-ter c.c. (ovvero: il rapporto di cambio delle azioni/quote e l'eventuale conguaglio in danaro; le modalità di assegnazione delle azioni/quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili); oppure, ancora, in entrambi i casi è possibile far deliberare la fusione all'organo amministrativo (anziché all'assemblea dei soci), se l'atto costitutivo o lo statuto attribuiscono agli amministratori tale facoltà. L'incorporazione di società possedute al 90% o al 100% rappresenta un'ipotesi tutt'altro che infrequente nel caso di MLBO: rappresenta infatti la norma, in quanto la *newco* acquisisce sempre una partecipazione maggioritaria, se non perfino totalitaria, della società bersaglio. L'inapplicabilità delle semplificazioni ex artt. 2505 e 2505-bis c.c. al *merger leveraged buy-out* comporta, sinteticamente, le seguenti implicazioni: l'organo amministrativo e gli esperti devono sempre redigere le rispettive relazioni, anche nel caso di possesso di partecipazione totalitaria, inserendo in tali documenti le indicazioni di cui all'art. 2501-bis c.c.; inoltre, l'operazione di fusione deve essere deliberata necessariamente dai soci.

Per completare l'analisi degli aspetti giuridici, si precisa che l'art. 2358 c.c., come modificato dal D. Lgs. 142/2008, si inserisce armoniosamente nel quadro delineato dall'art. 2501-*bis* c.c., sebbene parte della dottrina ritenga opportune alcune precisazioni in merito al rapporto tra le due disposizioni civilistiche. Comunque, in linea generale, i contenuti delle relazioni¹⁵⁸ che devono essere predisposte dall'organo amministrativo *ex art.* 2358 e 2501-*bis* c.c. sono omogenei, per cui non sembrano porsi particolari problemi di compatibilità tra le due norme¹⁵⁹.

¹⁵⁸ Si riporta schematicamente quanto già esposto nel capitolo II, in relazione al contenuto della relazione che l'organo amministrativo deve predisporre nell'ipotesi di operazioni di assistenza finanziaria. In base all'attuale formulazione dell'art. 2358 c.c. la relazione deve: a) illustrare l'operazione sotto il profilo giuridico ed economico; b) descriverne le condizioni; c) evidenziarne le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali che la giustificano; d) indicare lo specifico interesse per la società che essa presenta; e) evidenziare i rischi che l'operazione comporta per la liquidità e la solvibilità; f) indicare qual è il prezzo a cui il terzo acquisirà le azioni.

¹⁵⁹ Per un'analisi approfondita sulla relazione tra le due norme, si rimanda a: Pezzetta Marco, "Leveraged buy out, Merger leveraged buy out e nuova disciplina dell'assistenza finanziaria", Ipsoa, Il fisco, 2009, 42, pag. 6973 ss. (l'autore conclude che la relazione tra le due norme dà luogo alla seguente circostanza: «(...) un'operazione di fusione con indebitamento può continuare a essere condotta nel rispetto delle sole indicazioni di cui all'art. 2501-*bis* del codice civile (la cui disciplina resta quindi salva), purché non incorpori anche un'operazione di assistenza finanziaria, nel qual caso essa dovrà rispettare anche le aggiuntive condizioni prescritte dall'art. 2358 del codice civile»); ancora, altri contributi interessanti sul tema sono: Salafia Vincenzo, "Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-*bis* c.c.", Ipsoa, Le Società, 2009, 5, pag. 575 ss.; Tedeschini Francesco, Ginevri Sacco Andrea, "La nuova disciplina dei conferimenti in natura e dell'assistenza finanziaria nelle S.p.A.: primi spunti applicativi", Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 2009, 1, pag. 58 ss.

Passando a trattare i profili contabili dell'operazione di fusione, si evidenzia innanzitutto che la società incorporante o risultante dalla fusione procederà ad iscrivere nello Stato patrimoniale gli elementi dell'attivo e del passivo della società fusa o incorporata, i quali confluiscono nel suo patrimonio per effetto della fusione, rilevando in contropartita l'aumento di capitale sociale deliberato ai fini della fusione e/o l'annullamento delle azioni o quote detenute nella società fusa o incorporata. Ipotizzando un'incorporazione, in cui le società coinvolte nella fusione non hanno alcun rapporto di partecipazione, l'incorporante A dovrà quindi riportare nelle scritture contabili: a) l'aumento di capitale deliberato per tacitare gli azionisti dell'incorporata B; b) le poste dell'attivo e del passivo di B; c) l'eventuale differenza di fusione che emerge per effetto della fusione. In particolare l'incorporante deve iscrivere:

- ✓ per rilevare l'aumento di capitale effettuato:

Azioni sottoscritte	a	Capitale sociale
---------------------	---	------------------

- ✓ per rilevare le attività (come immobili, macchinari, impianti, partecipazioni crediti verso banche e verso fornitori,) e passività (come debiti verso banche o fornitori, fondo ammortamento) della società incorporata:

Diversi	a	Diversi
---------	---	---------

Attività economiche

Attività finanziarie

	a	Passività diverse
--	---	-------------------

	a	Società B c/fusione
--	---	---------------------

Per completare le scritture contabili, manca la rilevazione – laddove essa sussista – della differenza di fusione. La differenze di fusione – avanzo o disavanzo di fusione – riflettono la difformità che può emergere rapportando il patrimonio netto contabile della società fusa o incorporata e l'aumento di capitale deliberato e/o il valore contabile della partecipazione nella società incorporata (che va annullata). Infatti l'avanzo ed il disavanzo devono essere distinti a seconda che derivino dal raffronto tra patrimonio netto contabile della società incorporata (o partecipante alla fusione) e:

- a) incremento di capitale sociale dell'incorporante (o risultante dalla fusione): in tal caso si parla di avanzo/disavanzo da concambio;
- b) valore contabile della partecipazione nella società incorporata (ovvero il costo): in tal caso si parla di avanzo/disavanzo da annullamento¹⁶⁰;

¹⁶⁰ Se infatti l'incorporante detiene azioni/quote dell'incorporata, è giocoforza che queste partecipazioni siano annullate per effetto della fusione, la quale comporta l'estinzione della società incorporata. Ne deriva che, nel caso estremo di incorporazione di società detenuta al 100% dall'incorporante, si avrà soltanto avanzo o disavanzo da annullamento; quando invece l'incorporante detiene una partecipazione parziale (es. 40%) nell'incorporata (che supponiamo avere un patrimonio netto pari ad € 1.000), si avranno contemporaneamente avanzo/disavanzo da concambio e da annullamento, ognuno dei quali derivante dal confronto tra:

- ✓ costo della partecipazione detenuta e corrispondente quota di patrimonio netto contabile dell'incorporata (ovvero $40\% * 1.000$), per quanto concerne il disavanzo/avanzo da annullamento;
- ✓ aumento del capitale sociale deliberato dall'incorporante e corrispondente quota di patrimonio netto contabile dell'incorporata (ovvero la quota di patrimonio dell'incorporata non detenuta dall'incorporante, quindi: $60\% * 1.000$).

Sul piano contabile, il disavanzo «deve essere imputato, ove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e, per la differenza e nel rispetto delle condizioni previste dal numero 6) dell'articolo 2426, ad avviamento»; tuttavia, se il disavanzo è invece conseguenza di un “cattivo affare”, dovrà essere iscritto a conto economico, non potendo evidentemente essere imputato agli elementi patrimoniali o all’avviamento. L’avanzo invece «va iscritto ad apposita voce del patrimonio netto, ovvero, quando sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce dei fondi per rischi ed oneri»: quindi il legislatore impone la costituzione di una riserva di patrimonio netto quando, in sostanza, la differenza di fusione deriva da un ‘buon affare’, essendo il costo della partecipazione inferiore al netto della partecipata (in questo caso, l’avanzo iscritto in un’apposita posta di patrimonio netto ha natura di utile potenziale), ovvero quando si è in presenza di una sorta di avviamento negativo (*badwill*), comprovato dalle previsioni di future perdite (in tal caso, invece, l’avanzo non ha natura di riserva, ma di fondo svalutazione o fondo rischi). Dal punto di vista contabile l’incorporante dovrà riportare:

Diversi	a	Azioni sottoscritte
Società B c/fusione		
Disavanzo di fusione		

Società B c/fusione	a	Diversi
---------------------	---	---------

a Azioni sottoscritte

a Avanzo di fusione

Com'è comprensibile che sia, sul piano fiscale il *merger leveraged buy-out* presenta i medesimi tratti che ordinariamente caratterizzano l'operazione di fusione, quali: neutralità fiscale, eventuale emersione delle differenze di fusione, riporto delle perdite pregresse e degli interessi passivi, effetto successorio dell'incorporante (o della società risultante dalla fusione). Tuttavia, il MLBO possiede una nota distintiva dai profili potenzialmente insidiosi, vale a dire la confluenza, in capo alla società incorporante, degli impegni finanziari derivanti dall'indebitamento assunto ai fini dell'acquisizione e dei redditi imponibili prodotti dalla *target*. Questo aspetto sarà oggetto di disamine nel prosieguo della trattazione, mentre ora si procederà con l'evidenziare le caratteristiche generale dell'operazione di fusione.

Nel Tuir il legislatore ha sancito il principio della neutralità fiscale delle fusioni, sia in capo alle società partecipanti che in capo ai soci. Quanto alle società partecipanti alla fusione, il primo comma dell'art. 172 del Tuir, recita come segue: «La fusione tra più società non costituisce realizzo né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni delle società fuse o incorporate, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore di avviamento». Da ciò deriva che l'operazione di fusione, per espressa previsione legislativa (prescritta dal legislatore anche per altre operazioni straordinarie, come la scissione), è fiscalmente irrilevante con riferimento sia ai beni delle società partecipanti alla fusione che all'avviamento. La neutralità fiscale dell'operazione di fusione si riflette anche sull'eventuale avanzo o disavanzo

iscritto in bilancio derivante dal rapporto di cambio delle azioni/quote (avanzo/disavanzo da concambio) o dall'annullamento delle stesse (avanzo/disavanzo da annullamento): «I maggiori valori iscritti in bilancio per effetto dell'eventuale imputazione del disavanzo derivante dall'annullamento o dal concambio di una partecipazione, con riferimento ad elementi patrimoniali della società incorporata o fusa, non sono imponibili nei confronti dell'incorporante o della società risultante dalla fusione» (art. 172, comma 2, del Tuir). Ne consegue quindi che l'autonoma iscrizione in bilancio dell'avanzo/disavanzo (così come la loro imputazione ai beni delle società fuse o incorporate) non ha valore fiscale (ma solo civilistico), per cui i maggiori valori non saranno tassati e, in maniera del tutto simmetrica, non saranno riconosciuti ai fini dell'ammortamento. Questa possibile divergenza tra valori contabili (variati in seguito all'imputazione del disavanzo) e valori fiscali (la cui continuità è assicurata, ai sensi dell'art. 172, comma 2, del Tuir) rende necessario esporre dati contabili e dati fiscali in un apposito prospetto di riconciliazione (quadro RV del Modello Unico), in sede di dichiarazione dei redditi («(...) i beni ricevuti sono valutati fiscalmente in base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi, facendo risultare da un apposito prospetto di riconciliazione della dichiarazione dei redditi i dati esposti in bilancio e i valori fiscalmente riconosciuti», art. 172, comma 2, del Tuir). Occorre precisare che il legislatore accorda al contribuente la possibilità di optare per un regime opzionale, che consiste nel riconoscimento fiscale del disavanzo di fusione, pagando un'imposta sostitutiva dell'IRPEF/IRES e dell'IRAP, a condizione che la preferenza venga manifestata nella dichiarazione dei redditi relativa all'esercizio nel corso del

quale e' stata posta in essere l'operazione o, al massimo, in quella del periodo d'imposta successivo¹⁶¹.

Come accennato in precedenza, l'irrilevanza fiscale della fusione interessa anche i soci delle società incorporate o fuse, per i quali «il cambio delle partecipazioni originarie non costituisce né realizzo né distribuzione di plusvalenze o di minusvalenze né conseguimento di ricavi (...)»¹⁶².

¹⁶¹ L'imposta sostitutiva viene quantificata mediante l'applicazione di aliquote differenti in base allo scaglione dei maggior valori attribuiti in bilancio agli elementi dell'attivo); in particolare, ai sensi dell'art. 172, comma 10-*bis* (introdotto con la Finanziaria 2008), del Tuir, che rinvia all'art. 176, comma 2-*ter* (inerente al regime fiscale del conferimento), del Tuir, l'aliquota è pari al:

- ✓ 12%, per i plusvalori contabili fino a 5 milioni di Euro;
- ✓ 14%, per i plusvalori contabili eccedenti 5 milioni di Euro, ma inferiori a 10 milioni di Euro;
- ✓ 16%, per i plusvalori contabili eccedenti 10 milioni di Euro.

Gli elementi dell'attivo che possono essere oggetto di affrancamento sono le immobilizzazioni materiali e immateriali relative all'azienda ricevuta, incluso quindi l'avviamento. Inoltre, il D.M. del 25 luglio 2008 ha specificato che «le differenze tra il valore civile e il valore fiscale (...) possono essere assoggettate a imposta sostitutiva anche in misura parziale; tuttavia, l'applicazione dell'imposta sostitutiva deve essere richiesta per categorie omogenee di immobilizzazioni. A tal fine, i beni immobili sono distinti nelle seguenti categorie: a) aree fabbricabili aventi medesima destinazione urbanistica; b) aree non fabbricabili; c) fabbricati strumentali ai sensi dell'art. 43, comma 2, primo periodo, del Tuir [per destinazione]; d) fabbricati strumentali ai sensi dell'art. 43, comma 2, secondo periodo, del citato Tuir [per natura]; e) fabbricati di cui all'art. 90 del Tuir [immobili patrimoniali]. I beni mobili, inclusi gli impianti e i macchinari ancorché infissi al suolo, sono raggruppati in categorie omogenee per anno di acquisizione e coefficiente di ammortamento. Per le immobilizzazioni immateriali, incluso l'avviamento, l'imposta sostitutiva può essere applicata anche distintamente su ciascuna di esse».

¹⁶² La sola eccezione prevista dal legislatore è data dall'ipotesi del conguaglio in denaro, per la quale il terzo comma dell'art. 172 del Tuir rinvia agli artt. 47, comma 7 (utili da partecipazione), 58 e 87 (che trattano delle plusvalenze esenti) del Tuir; si sottolinea inoltre che l'art.

Oltre alla neutralità fiscale, un altro cardine delle fusione è il principio della successione universale (o del subentro): infatti «dalla data in cui ha effetto la fusione la società risultante dalla fusione o incorporante subentra negli obblighi e nei diritti delle società fuse o incorporate relativi alle imposte sui redditi¹⁶³, salvo quanto stabilito nei commi 5 e 7» (art. 172, comma 4, del Tuir). Ora, i commi a cui si rinvia riguardano rispettivamente i fondi e le riserve in sospensione d'imposta e le perdite pregresse delle società partecipanti alla fusione.

In base alla definizione fornita dal Ministero delle Finanze, «i fondi e le riserve in sospensione di imposta, quali poste ideali di patrimonio netto, sono quelli per i quali l'imposizione è stata rinviata al momento in cui ne avviene la distribuzione ovvero a quello in cui si verifica uno dei presupposti che determinano il venir meno del regime di sospensione»¹⁶⁴: essi

2501-ter c.c., comma 2, stabilisce il limite massimo del conguaglio: il 10% del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate.

¹⁶³ Il principio del subentro si riflette sull'obbligo di versamento delle imposte e di presentazione delle dichiarazioni: l'art. 172, comma 10, del Tuir, dispone infatti che «nelle operazioni di fusione, gli obblighi di versamento, inclusi quelli relativi agli acconti d'imposta ed alle ritenute operate su redditi altrui, dei soggetti che si estinguono per effetto delle operazioni medesime, sono adempiuti dagli stessi soggetti fino alla data di efficacia della fusione ai sensi dell'articolo 2504-bis, comma 2, del codice civile; successivamente a tale data, i predetti obblighi si intendono a tutti gli effetti trasferiti alla società incorporante o comunque risultante dalla fusione»; l'art. 5-bis del D.P.R. 322/1998, al secondo comma stabilisce che «in caso di fusione di più società deve essere presentata dalla società risultante dalla fusione o incorporante, la dichiarazione relativa alla frazione di esercizio delle società fuse o incorporate compresa tra l'inizio del periodo d'imposta e la data, in cui ha effetto la fusione entro l'ultimo giorno del nono mese successivo a tale data in via telematica».

¹⁶⁴ Circolare del Ministero delle Finanze - Dip. Entrate Aff. Giuridici Serv. III, del 4 dicembre 1995, n. 310. A titolo esemplificativo, il provvedimento citato segnala, tra le altre, le riserve ed i fondi di ammortamento anticipato, le riserve di rivalutazione monetaria, i fondi per rischi finanziari generali, le riserve da condono.

consistono, quindi, in fondi e riserve accantonati prima di aver pagato le tasse e, di conseguenza, non si tratta di poste fiscalmente libere. Sulla scorta della nozione formulata dal Ministero, è possibile distinguere le riserve per le quali «l'imposizione è stata rinviata al momento in cui ne avviene la distribuzione» (riserve c.d. in sospensione moderata), dalle riserve per le quali l'imposizione è stata rinviata al momento «in cui si verifica uno dei presupposti che determinano il venir meno del regime di sospensione» (riserve c.d. in sospensione radicale), in quanto il legislatore prescrive un diverso trattamento fiscale per i due gruppi, nell'ipotesi di fusione. In particolare, le riserve in sospensione moderata sono tassabili soltanto in caso di distribuzione ai soci, o comunque nell'ipotesi di 'fuoriuscita' dall'impresa dei valori in sospensione; le riserve in sospensione radicale, invece, sono tassabili per effetto di un qualsiasi utilizzo che comporti una riduzione del loro importo. Il legislatore, preoccupandosi di ritrovare le riserve in sospensione d'imposta nel bilancio post-fusione, stabilisce che le riserve radicali siano ricostituite in capo alla società incorporante o risultante dalla fusione, mediante l'utilizzo prioritario dell'avanzo di fusione se esistente, altrimenti ricorrendo a qualsiasi riserva che sia fiscalmente libera¹⁶⁵; ne discende che la mancata ricostituzione di queste riserve in capo alla società incorporante o risultante dalla fusione comporta la tassazione immediata nella dichiarazione riferita al periodo di imposta in cui ha avuto efficacia la fusione.

¹⁶⁵ «Le riserve in sospensione di imposta, iscritte nell'ultimo bilancio delle società fuse o incorporate concorrono a formare il reddito della società risultante dalla fusione o incorporante se e nella misura in cui non siano state ricostituite nel suo bilancio prioritariamente utilizzando l'eventuale avanzo da fusione», art. 172, comma 5, del Tuir.

Per le riserve moderate vige una diversa disciplina: queste infatti, in presenza di avanzo di fusione o aumento di capitale per un ammontare superiore al capitale complessivo delle società partecipanti alla fusione, devono essere ricostituire in capo all'incorporante o alla società risultante dalla fusione; se ciò non avviene, il vincolo di sospensione si trasmette all'avanzo o all'aumento di capitale; nell'ipotesi in cui non sia presente un avanzo o l'aumento di capitale non sia superiore al capitale totale delle società partecipanti, non sussiste obbligo di ricostituire le riserve nel bilancio post-fusione; infine, se le riserve moderate sono state imputate al capitale della società incorporata o fusa prima della fusione, il vincolo di sospensione si trasmette al capitale della società incorporante o risultante dalla fusione¹⁶⁶.

Quanto previsto dal legislatore in materia di perdite pregresse risulta particolarmente significativo nell'ambito del *merger leveraged buy-out*, in quanto la disciplina stabilita per il riporto delle perdite pregresse si applica anche agli interessi passivi, che costituiscono uno dei nodi cruciali del MLBO, considerato che l'indebitamento rappresenta una fase strutturale dell'operazione. Il legislatore impone la compresenza di condizioni e limiti quantitativi al fine di realizzare il riporto delle perdite pregresse, ovvero le perdite delle società che partecipano alla fusione, comprese quelle

¹⁶⁶ «Questa disposizione [con riferimento a quanto previsto per le riserve radicali] non si applica per le riserve tassabili solo in caso di distribuzione le quali, se e nel limite in cui vi sia avanzo di fusione o al netto delle quote del capitale di ciascuna di esse già possedute dalla stessa o da altre, concorrono a formare il reddito della società risultante dalla fusione o incorporante in caso di distribuzione dell'avanzo o di distribuzione del capitale ai soci; quelle che anteriormente alla fusione sono state imputate al capitale delle società fuse o incorporate si intendono trasferite nel capitale della società risultante dalla fusione o incorporante e concorrono a formarne il reddito in caso di riduzione del capitale per esuberanza», art. 172, comma 5, del Tuir.

della società incorporante¹⁶⁷. In particolare, tre sono i requisiti richiesti:

- ✓ Superamento del test di vitalità sul bilancio;
- ✓ Rispetto del limite del patrimonio netto;
- ✓ Rispetto del limite della svalutazione delle azioni (o quote).

Con riferimento al primo punto, il settimo comma dell'art. 172 del Tuir¹⁶⁸ prevede che le perdite pregresse possano

¹⁶⁷ Si fa presente che la disciplina relativa al riporto delle perdite pregresse dei soggetti IRES è stata recentemente modificata: l'attuale formulazione dell'art. 84 del Tuir, così come risulta dalle variazioni apportate dall'art. 23, comma 9, del D.L. 98/2011, prevede infatti che la perdita dell'esercizio possa essere «computata in diminuzione del reddito dei periodi d'imposta successivi in misura non superiore all'ottanta per cento del reddito imponibile di ciascuno di essi e per l'intero importo che trova capienza in tale ammontare». Ai fini della riportabilità delle perdite pregresse, il legislatore ha quindi eliminato il limite temporale del quinto periodo d'imposta successivo a quello di produzione delle perdite, come stabiliva la previgente versione dell'art. 84 del Tuir, ma ha posto un limite quantitativo (che prima non c'era), rappresentato dall'80% del reddito imponibile di ciascun esercizio successivo a quello in cui vengono realizzate le perdite. Per le società neo-costituite è stata invece mantenuta invariata la possibilità di computare in diminuzione le perdite prodotte nei primi tre periodi d'imposta, senza quindi alcuna restrizione di carattere quantitativo, a condizione che si riferiscano a nuove attività produttive («Le perdite realizzate nei primi tre periodi d'imposta dalla data di costituzione possono, con le modalità previste al comma 1, essere computate in diminuzione del reddito complessivo dei periodi d'imposta successivi entro il limite del reddito imponibile di ciascuno di essi e per l'intero importo che trova capienza nel reddito imponibile di ciascuno di essi a condizione che si riferiscano ad una nuova attività produttiva», art. 84, comma 2, del Tuir). Per un commento del nuovo art. 84 del Tuir, si rinvia alla Circolare dell'IRDCEC (Istituto di ricerca del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli aspetti contabili), del 14 settembre 2011, n. 24/IR.

¹⁶⁸ «Le perdite delle società che partecipano alla fusione, compresa la società incorporante, possono essere portate in diminuzione del reddito della società risultante dalla fusione o incorporante per la parte del loro ammontare che non eccede l'ammontare del rispettivo patrimonio netto

essere riportate se le società a cui si riferiscono superano il cosiddetto test di vitalità, prescritto dal legislatore per accertare l'operatività di queste imprese¹⁶⁹. Affrontare con successo questo esame significa che la società è attiva e funzionante, e secondo il legislatore ciò avviene quando il conto economico della società presenta un ammontare di ricavi e proventi derivanti dall'attività caratteristica ed un ammontare delle spese per prestazioni di lavoro subordinato e relativi contributi, superiore al 40% dell'importo risultante dalla media degli ultimi due esercizi precedenti. «Pertanto se

quale risulta dall'ultimo bilancio o, se inferiore, dalla situazione patrimoniale di cui all'articolo 2501-*quater* del codice civile, senza tener conto dei conferimenti e versamenti fatti negli ultimi ventiquattro mesi anteriori alla data cui si riferisce la situazione stessa, e sempre che dal conto economico della società le cui perdite sono riportabili, relativo all'esercizio precedente a quello in cui la fusione è stata deliberata, risulti un ammontare di ricavi e proventi dell'attività caratteristica, e un ammontare delle spese per prestazioni di lavoro subordinato e relativi contributi, di cui all'articolo 2425 del codice civile, superiore al 40 per cento di quello risultante dalla media degli ultimi due esercizi anteriori. Tra i predetti versamenti non si comprendono i contributi erogati a norma di legge dallo Stato o da altri enti pubblici. Se le azioni o quote della società la cui perdita è riportabile erano possedute dalla società incorporante o da altra società partecipante alla fusione, la perdita non è comunque ammessa in diminuzione fino a concorrenza dell'ammontare complessivo della svalutazione di tali azioni o quote effettuata ai fini della determinazione del reddito dalla società partecipante o dall'impresa che le ha cedute dopo l'esercizio al quale si riferisce la perdita e prima dell'atto di fusione. In caso di retrodatazione degli effetti fiscali della fusione ai sensi del comma 9, le limitazioni del presente comma si applicano anche al risultato negativo, determinabile applicando le regole ordinarie, che si sarebbe generato in modo autonomo in capo ai soggetti che partecipano alla fusione in relazione al periodo che intercorre tra l'inizio del periodo d'imposta e la data antecedente a quella di efficacia giuridica della fusione. Le disposizioni del presente comma si applicano anche agli interessi indeducibili oggetto di riporto in avanti di cui al comma 4 dell'articolo 96».

¹⁶⁹ Il legislatore vuole, cioè, impedire che la fusione sia ispirata da motivazioni elusive, consistenti nella possibilità di riportare le perdite delle cosiddette 'bare fiscali', ovvero società prive di capacità produttiva, con bilanci in perdita che, pertanto, una volta acquisite e fuse con altra società, consentono l'abbattimento del reddito imponibile.

non viene superato il c.d. test di vitalità da una società partecipante alla fusione, di tale società non potranno essere riportate né le perdite pregresse né gli interessi indeducibili», ovvero «gli interessi passivi che risultano indeducibili nel periodo d'imposta di contabilizzazione e che potranno essere riportati in avanti e dedotti dal reddito dei successivi periodi d'imposta»¹⁷⁰, se naturalmente sussistono i requisiti richiesti dal legislatore.

Accertato il requisito della vitalità, il legislatore ammette il riporto delle perdite pregresse (che andranno quindi ad abbattere la base imponibile della società incorporante o risultante dalla fusione), per la quota del loro importo che non eccede i rispettivi patrimoni netti, quali risultano dall'ultimo bilancio¹⁷¹ o, se inferiori, dalla situazione patrimoniale di cui all'art. 2501-*quater* c.c., depurati dei conferimenti e dei versamenti effettuati nei ventiquattro mesi precedenti¹⁷².

¹⁷⁰ Come chiarisce la Circolare dell'Agenzia delle Entrate, del 19 febbraio 2008, n. 12/E.

¹⁷¹ Sono stati sollevati dubbi in riferimento al concetto di «ultimo bilancio»: si deve intendere l'ultimo bilancio approvato prima della delibera di fusione, oppure il bilancio chiuso e riferito all'ultimo esercizio sociale *ante* fusione, sebbene approvato dopo la delibera di fusione? In base ad una recente Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate (n. 54/E, del 9 maggio 2011), «si ritiene che la locuzione “ultimo bilancio” contenuta nell'art. 172, comma 7, primo periodo, del Tuir, debba essere correttamente intesa quale bilancio relativo all'ultimo esercizio chiuso prima della data di efficacia giuridica della fusione, ancorché non approvato a tale data. In particolare, nel caso di retrodatazione degli effetti fiscali (e contabili) della fusione all'inizio dell'esercizio, l'ultimo bilancio, in tal senso inteso, per la società che detiene le perdite è il bilancio relativo all'esercizio precedente a quello in cui la fusione è perfezionata giuridicamente».

¹⁷² Disapplicabile su istanza *ex art. 37-bis* («Disposizioni antielusive»), comma 8, D.P.R. 600/1973, secondo cui «le norme tributarie che, allo scopo di contrastare comportamenti elusivi, limitano deduzioni, detrazioni, crediti d'imposta o altre posizioni soggettive altrimenti ammesse dall'ordinamento tributario, possono essere disapplicate qualora il contribuente dimostri che nella particolare fattispecie tali

Come illustrato dalla stessa Amministrazione finanziaria, «la *ratio* sottesa alla previsione del c.d. “limite patrimoniale” risiede, secondo quanto emerge dalla stessa relazione governativa, nella volontà del legislatore di “attuare una soluzione equilibrata che pur mantenendo fermo il diritto del riporto delle perdite, eviti che per mezzo della fusione si trasmettano deduzioni del tutto sproporzionate alle consistenze patrimoniali delle società fuse o incorporate”. Il legislatore fiscale ha, perciò, individuato nel suddetto limite patrimoniale un indice, ancorché approssimativo, in grado di misurare la capacità della società – intesa come autonoma organizzazione e prima dell'integrazione dei patrimoni delle società partecipanti alla fusione – di produrre in futuro redditi imponibili tali da compensare le perdite fiscali pregresse riportate»¹⁷³.

Infine, il legislatore vieta di riportare le perdite fino a concorrenza della svalutazione effettuata prima dell'atto di fusione, sulle azioni o quote delle società le cui perdite sono riportabili: questo al fine di impedire che la svalutazione dei titoli eventualmente compiuta dalle società partecipanti alla fusione sia sommata alle perdite pregresse riportabili. L'Agenzia delle Entrate, in riferimento a questa specifica disposizione legislativa, osserva «(...) che il suo scopo è quello di evitare che la società incorporante possa portare in diminuzione dai propri redditi, successivamente alla fusione,

effetti elusivi non potevano verificarsi. A tal fine il contribuente deve presentare istanza al direttore regionale delle entrate competente per territorio, descrivendo compiutamente l'operazione e indicando le disposizioni normative di cui chiede la disapplicazione. Con decreto del Ministro delle finanze da emanare ai sensi dell'articolo 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988 n. 400, sono disciplinate le modalità per l'applicazione del presente comma».

¹⁷³ Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate, del 9 maggio 2011, n. 54/E.

delle perdite che abbiano già concorso a determinare una svalutazione della partecipazione, con conseguente duplicazione degli effetti»¹⁷⁴.

Il riporto degli interessi passivi è assoggettato alla medesima disciplina e quindi anche agli stessi limiti imposti per il riporto delle perdite pregresse¹⁷⁵, con la sola eccezione dell'ultimo punto suesposto – il limite della svalutazione delle quote o azioni effettuata prima dell'atto di fusione –, che è applicabile esclusivamente alle perdite pregresse e non anche all'eventuale dote di interessi passivi, in quanto per questi ultimi non si pone un problema di reiterazione degli effetti: «con riferimento agli interessi passivi indeducibili di cui è questione non può verificarsi questa duplicazione di effetti “negativi” dal momento che in vigenza della norma che consentiva la svalutazione delle partecipazioni non era consentito il riporto in avanti degli eventuali interessi passivi indeducibili»¹⁷⁶. Nell'ipotesi in cui si riscontri la compresenza di perdite pregresse riportabili ed interessi passivi, è pacifico che tali importi vadano sommati ai fini della verifica del rispetto del limite “patrimoniale”¹⁷⁷.

¹⁷⁴ Circolare dell'Agenzia delle Entrate, del 19 febbraio 2008, n. 12/E.

¹⁷⁵ In virtù delle modifiche apportate dalla L. 244/2007 (Finanziaria 2008) che ha introdotto, all'art. 172 del Tuir, dopo la disposizione che disciplina il riporto delle perdite pregresse, la seguente previsione legislativa: «le disposizioni del presente comma si applicano anche agli interessi indeducibili oggetto di riporto in avanti di cui al comma 4 dell'art. 96».

¹⁷⁶ *Ibidem*.

¹⁷⁷ «Si supponga, ad esempio, un patrimonio netto di 1000, perdite fiscali pregresse per 800 ed interessi passivi indeducibili per 600. In tale ipotesi, si ritiene che l'ammontare del patrimonio netto (1000) debba essere confrontato con la somma di interessi passivi indeducibili e perdite fiscali pregresse (1400). Pur se perdite fiscali ed interessi passivi indeducibili costituiscono elementi differenti sotto il profilo contabile e fiscale, si ritiene che ai fini dell'applicazione della disposizione in esame il

Nell'ipotesi di *merger leveraged buy-out*, altra questione fiscale che risulta molto delicata è quella concernente la deducibilità degli interessi passivi. Nonostante la possibile esistenza di opinioni divergenti in merito, in primo luogo si ritiene opportuno sottolineare che gli interessi passivi costituiscono un elemento imprescindibile dell'istituto del *merger leveraged buy-out*, che è *in primis* una tecnica finanziaria, di cui l'indebitamento – e quindi anche i correlati interessi passivi – è parte costitutiva. Dunque il risparmio d'imposta che deriva dalla maturazione degli interessi passivi e quindi dal loro utilizzo per abbattere la base imponibile

legislatore abbia inteso equipararli. L'eventuale eccedenza di interessi passivi indeducibili, infatti, altro non farebbe che confluire nella perdita, diventandone parte ed incrementando l'ammontare della stessa. Di conseguenza, il legislatore ha considerato, nella fattispecie, gli interessi indeducibili come componenti incrementative delle perdite. Pertanto, così come, a determinate condizioni, le perdite della incorporata potranno ridurre il reddito dell'incorporante, allo stesso modo potranno essere utilizzati gli interessi passivi non dedotti dalla incorporata. Nell'esempio, quindi, ai sensi dell'art. 172, comma 7, del Tuir, interessi passivi indeducibili e perdite pregresse potranno essere utilizzate dalla società risultante dalla fusione nel limite di 1000, mentre l'eccedenza di 400 non è utilizzabile. Si ritiene che la società incorporante possa decidere, sulla base di propri calcoli di convenienza, a quale dei due importi (perdite o interessi indeducibili) imputare l'eccedenza non utilizzabile di 400: se alle perdite, riportando, quindi, interessi passivi per 600 e perdite per 400, ovvero agli interessi passivi, riportando perdite per 800 e interessi passivi per 200. Tale libertà di scelta, si giustifica in relazione alla disciplina di maggior favore riservata agli interessi passivi indeducibili, che - a differenza delle perdite fiscali - sono utilizzabili senza limiti di tempo. Si aggiunga che, mentre le perdite pregresse possono essere portate in abbattimento del reddito imponibile fino a capienza dello stesso, invece, gli interessi indeducibili riportati in avanti possono abbattere il reddito imponibile degli esercizi successivi con i limiti previsti dall'art. 96, ossia sommati agli interessi passivi di competenza del periodo (questi ultimi da assumere al netto degli interessi attivi maturati nello stesso periodo) ed entro la soglia massima del 30 per cento del ROL. In definitiva, quindi, la scelta in questione deve essere valutata sulla base di una pluralità di fattori che tengano conto dei risultati attesi in termini di reddito fiscale, di margine della gestione finanziaria e di margine operativo lordo» (Circolare dell'Agenzia delle Entrate, del 21 aprile 2009, n. 19/E).

dell'incorporante o della società risultante dalla fusione si configura come una conseguenza fisiologica ed inevitabile dell'operazione, stante la natura stessa del MLBO¹⁷⁸. Ne deriva che agli interessi passivi così originati risulta applicabile la disciplina prevista in generale per gli interessi passivi, ovvero l'art. 96 del Tuir¹⁷⁹, il quale pone limiti alla deduzione. In particolare, ai sensi del primo comma, «gli interessi passivi e gli oneri assimilati¹⁸⁰, diversi da quelli

¹⁷⁸ Illuminante quanto affermato da Andreani e Tubelli: «(...) gli oneri finanziari, costituenti il corrispettivo maturato a fronte del finanziamento ricevuto per l'acquisto delle partecipazioni nella società *target*, non rappresentano un costo inutile, di cui si potrebbe fare a meno, ma rappresentano un inevitabile 'sacrificio' da sopportare per l'acquisto delle partecipazioni nella società *target*, che si configura come un normale acquisto di beni, da finanziarsi nel modo ritenuto più conveniente (le partecipazioni societarie, infatti, sono un bene come un altro). Il risparmio d'imposta, conseguente alla deduzione degli oneri finanziari che ne derivano, è un riflesso del sostenimento di costi relativi all'acquisizione di tale bene, come accade per tutti i costi e gli oneri deducibili in sede di determinazione del reddito d'impresa, e il regime fiscale da applicare agli interessi passivi sostenuti per finanziare l'acquisto delle partecipazioni resta, dunque, quello previsto per la generalità degli oneri finanziari connessi all'acquisto delle partecipazioni sociali»; per approfondire la visione dei due autori, si rimanda a: Andreani Giulio, Tubelli Angelo, "Sono elusive le operazioni di merger leveraged buyout?", Ipsoa, Corriere tributario, 2011, 7, pag. 524 ss.

¹⁷⁹ La disciplina degli interessi passivi era contenuta, prima della riforma del 2004, (attuata mediante la Finanziaria 2007 - L. 244/2007 -, con effetti a partire dal periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007), nell'art. 63 del Tuir,. In base al testo previgente alla riforma, «gli interessi passivi sono deducibili per la parte corrispondente al rapporto tra l'ammontare dei ricavi e degli altri proventi che concorrono a formare il reddito e l' ammontare complessivo di tutti i ricavi e proventi».

¹⁸⁰ Nel terzo comma il legislatore puntualizza che «ai fini del presente articolo, assumono rilevanza gli interessi passivi e gli interessi attivi, nonché gli oneri e i proventi assimilati, derivanti da contratti di mutuo, da contratti di locazione finanziaria, dall'emissione di obbligazioni e titoli similari e da ogni altro rapporto avente causa finanziaria, con esclusione degli interessi impliciti derivanti da debiti di natura commerciale e con inclusione, tra gli attivi, di quelli derivanti da crediti della stessa natura. Nei confronti dei soggetti operanti con la pubblica amministrazione, si

compresi nel costo dei beni ai sensi del comma 1, lettera b), dell'articolo 110¹⁸¹, sono deducibili in ciascun periodo d'imposta fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati. L'eccedenza è deducibile nel limite del 30 per cento del risultato operativo lordo¹⁸² della gestione caratteristica¹⁸³. La quota del risultato operativo lordo

considerano interessi attivi rilevanti ai soli effetti del presente articolo anche quelli virtuali, calcolati al tasso ufficiale di riferimento aumentato di un punto, ricollegabili al ritardato pagamento dei corrispettivi».

¹⁸¹ Gli interessi passivi e gli oneri assimilati che, per espressa previsione legislativa, sfuggono alla disciplina dell'art. 96, sono quelli individuati dall'art. 110, comma 1, lettera b). L'articolo in questione precisa le regole da seguire per determinare il costo dei beni, che va assunto al lordo delle quote di ammortamento già dedotte e degli oneri accessori di diretta imputazione, esclusi gli interessi passivi e le spese generali. Tuttavia, fermo restando questo principio, è prevista un'eccezione: i beni materiali ed immateriali strumentali all'esercizio d'impresa, il cui costo è comprensivo, per espressa previsione legislativa, anche degli «interessi passivi iscritti in bilancio ad aumento del costo stesso per effetto di disposizioni di legge».

¹⁸² Il secondo comma specifica cosa si intende per risultato operativo lordo: esso corrisponde alla «differenza tra il valore e i costi della produzione di cui alle lettere A) e B) dell', articolo 2425 del codice civile, con esclusione delle voci di cui al numero 10, lettere a) e b), e dei canoni di locazione finanziaria di beni strumentali, così come risultanti dal conto economico dell'esercizio; per i soggetti che redigono il bilancio in base ai principi contabili internazionali si assumono le voci di conto economico corrispondenti».

¹⁸³ Il legislatore fa comunque salve le regole di indeducibilità assoluta che caratterizzano alcune tipologie di interessi passivi, i quali quindi si sottraggono alla disciplina generale di cui all'art. 96: «resta ferma l'applicazione prioritaria delle regole di indeducibilità assoluta previste dall'articolo 90, comma 2 [spese e componenti negativi di reddito relativi agli immobili patrimoniali], e dai commi 7 e 10 dell'articolo 110 del presente testo unico [rispettivamente i componenti di reddito derivanti da operazioni con società non residenti nel territorio dello Stato appartenenti allo stesso gruppo e le spese e gli altri componenti negativi derivanti da operazioni con imprese domiciliate fiscalmente in Stati o territori aventi regimi fiscali privilegiati], dall'articolo 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549, in materia di interessi su titoli obbligazionari, e dall'articolo 1, comma 465, della legge 30 dicembre

prodotto a partire dal terzo periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007, non utilizzata per la deduzione degli interessi passivi e degli oneri finanziari di competenza, può essere portata ad incremento del risultato operativo lordo dei successivi periodi d'imposta». Per gli eventuali interessi passivi contabilizzati ma indeducibili in quel periodo d'imposta, in quanto non assorbiti dal limite statuito (30% del ROL), il quarto comma precisa che tale eccedenza possa essere riportata in avanti e dedotta «dal reddito dei successivi periodi d'imposta, se e nei limiti in cui in tali periodi l'importo degli interessi passivi e degli oneri assimilati di competenza eccedenti gli interessi attivi e i proventi assimilati sia inferiore al 30 per cento del risultato operativo lordo di competenza».

Un problema che è stato sollevato sempre in relazione alla deducibilità degli interessi passivi nell'ambito del MLBO concerne l'esigenza o meno di assodare che gli interessi passivi «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», secondo quanto previsto dall'art. 109, comma 5, del Tuir¹⁸⁴, che enuncia il principio di

2004, n. 311 , in materia di interessi sui prestiti dei soci delle società cooperative» (art. 96, comma 6, del Tuir).

¹⁸⁴ «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. Le plusvalenze di cui all'articolo 87, non rilevano ai fini dell'applicazione del periodo precedente. Fermo Testo unico del 22 dicembre 1986 n. 917 - restando

inerenza dei componenti negativi di reddito: un requisito da soddisfare affinché costi e spese siano deducibili. Una recente pronuncia della Cassazione ha sgombrato il campo da ogni dubbio, in quanto la Suprema Corte ha ritenuto che il legislatore abbia disposto un trattamento differenziato per gli interessi passivi rispetto agli altri componenti negativi di reddito (come peraltro risulta dal tenore letterale dell'art. 109, comma 5, del Tuir), affermando che «il diritto alla deducibilità (...) è svincolato da un giudizio di inerenza – giudizio che continua ad essere necessario per le spese e per gli altri componenti negativi, tranne gli oneri fiscali, contributivi e di utilità sociale»¹⁸⁵. Tuttavia, è possibile anche fare un'altra considerazione in merito alla questione: come è stato rilevato da alcuni autori, nel caso specifico del MLBO «il finanziamento stipulato per l'acquisizione della partecipazione societaria supererebbe anche il giudizio di inerenza applicabile agli interessi passivi, in quanto l'onere per interessi si riferisce ad attività, i.e. la partecipazione, acquisita al fine di addivenire alla successiva fusione e, quindi, il finanziamento risulta finalizzato all'acquisto ed alla

quanto previsto dai periodi precedenti, le spese relative a prestazioni alberghiere e a somministrazioni di alimenti e bevande, diverse da quelle di cui al comma 3 dell'articolo 95, sono deducibili nella misura del 75 per cento».

¹⁸⁵ Sentenza Cassazione civile, sez. Tributaria, 3 febbraio 2010, n. 2440. In verità, anche l'Agenzia delle entrate, con la Risoluzione 178/E, del 9 novembre 2001, aveva assunto analoga posizione: premettendo che «(...) gli interessi passivi, quali oneri generati dalla funzione finanziaria, possono essere assimilati ad un costo generale dell'impresa, cioè ad un costo che non può essere specificamente riferito ad una particolare attività aziendale o ritenuto accessorio ad un particolare onere», l'Agenzia aveva sottolineato come gli interessi passivi siano deducibili, fermo restando il rispetto dell'art. 96 (a quel tempo art. 63) del Tuir, «indipendentemente dalla valutazione della loro inerenza ad 'attività o beni da cui derivano ricavi o altri proventi che concorrono a formare il reddito', come invece richiesto (...) per gli altri componenti negativi di reddito».

gestione degli *asset* aziendali che, di per sé, sono sicuramente produttivi di reddito imponibile (es. ricavi, plusvalenze)¹⁸⁶.

Eppure prassi e giurisprudenza hanno assunto posizioni contrastanti sulla deducibilità degli interessi passivi nelle operazioni di MLBO. Ad esempio, il Comitato consultivo per l'applicazione delle norme antielusive, trovandosi ad analizzare un caso di *merger leveraged buy-out*¹⁸⁷, si è espresso in senso negativo, ritenendo che attraverso l'operazione esaminata venissero «precostituiti componenti negativi di reddito [gli interessi passivi], in capo alla nuova società Y s.a.s., che ridurranno in modo consistente i redditi imponibili futuri della società stessa»¹⁸⁸, giudicando quindi

¹⁸⁶ Bonisconi Angelo Rocco, "I *transaction costs* e le fusioni nelle operazioni di *leverage buy out*: profili civilistici, contabili e fiscali", Il Sole 24 ore, I manuali di Guida al diritto, 2009, pag. 17.

¹⁸⁷ La Società X s.n.c. (l'interpellante), attiva nel commercio al minuto dei carburanti da riscaldamento, presenta una compagine sociale a carattere familiare, costituita da tre soci operativi: padre, madre e figlio. In vista del pensionamento, i soci più anziani intendono procedere alla cessione della loro partecipazione ad una società Y s.a.s., che costituiranno, entrando in qualità di accomandanti, insieme ad altri soggetti. La Società Y non è altro che la *newco*: infatti procede all'acquisizione (quasi) dell'intero capitale di X, ricorrendo all'indebitamento bancario, concesso nella forma di un mutuo decennale, che si prevede di rimborsare facendo leva sulla liquidità stabile che caratterizza la Società X. Dopo l'acquisizione, X ed Y deliberano la fusione per incorporazione della partecipata nelle controllante. Secondo l'interpellante, l'operazione è giustificata da valide ragioni economiche, in quanto produce in capo ai soci più anziani di X svariati benefici: essi infatti potrebbero risparmiare le contribuzioni previdenziali, cessando di prestare attività di lavoro autonomo in X; potrebbero liquidare la quota di partecipazione in X, difficilmente cedibile a terzi; infine, potrebbero conseguire il beneficio della responsabilità limitata.

¹⁸⁸ Parere Comitato consultivo per l'applicazione delle norme antielusive, 8 maggio 2003, n. 4. Nello specifico, la massima espressa dal Comitato è la seguente: «Se una società in accomandita semplice, accendendo un mutuo decennale acquisisce le quote di una società in nome collettivo e successivamente la incorpora, l'operazione è da considerarsi elusiva, in quanto diretta a preconstituire componenti negativi di reddito in capo all'incorporante, non costituendo valide ragioni economiche, né il

elusiva l'operazione, in quanto priva di valide ragioni economiche. Il dibattito sulla sussistenza di valide ragioni economiche nelle operazioni di *merger leveraged buy-out* è, da sempre, molto acceso, in quanto tale sussistenza consentirebbe la disapplicazione dell'art. 37-*bis* del D.P.R. 600/1973, in virtù del quale «[1] sono inopponibili all'Amministrazione finanziaria gli atti, i fatti o negozi, anche collegati tra loro, privi di valide ragioni economiche, diretti ad aggirare obblighi o divieti previsti dall'ordinamento tributario e ad ottenere riduzioni di imposte o rimborsi, altrimenti indebiti. [2] L'amministrazione finanziaria disconosce i vantaggi tributari conseguiti mediante gli atti, i fatti e i negozi di cui al comma 1, applicando le imposte determinate in base alle disposizioni eluse, al netto delle imposte dovute per effetto del comportamento inopponibile all'amministrazione». Dunque l'Amministrazione finanziaria può negare i vantaggi fiscali conseguiti mediante atti, fatti o negozi, purché essi presentino congiuntamente le caratteristiche individuate, ovvero siano: i) privi di valide ragioni economiche; ii) diretti ad aggirare obblighi o divieti previsti dall'ordinamento tributario; iii) diretti a ottenere riduzioni d'imposte o rimborsi, altrimenti indebiti; è poi richiesto un quarto requisito affinché lo Stato possa disconoscere i benefici fiscali ottenuti, vale a dire la natura dell'operazione, che deve rientrare tra quelle tassativamente indicate nel comma 3 del citato articolo, in quanto giudicate

risparmio delle contribuzioni previdenziali ed il beneficio della responsabilità limitata per i soci cedenti, né la liquidazione di quote difficilmente cedibili a terzi, perché riferibili anche all'ipotesi della trasformazione societaria». Per un commento del Parere in esame, si rinvia a: Martellani Raffaella, "La legittimità contrastata del *leveraged buy out*", Ipsa, Corriere tributario, 2004, 4, pag. 274 ss. L'autrice sottolinea come il Parere espresso in questa occasione dal Comitato appare incoerente con la posizione assunta dallo stesso Comitato, in relazione ad un'analogha operazione.

dal legislatore potenzialmente elusive¹⁸⁹: ad esempio, trasformazioni, fusioni, scissioni, liquidazioni volontarie, distribuzioni ai soci di somme prelevate da voci del patrimonio netto diverse da quelle formate con utili; conferimenti in società, negozi aventi ad oggetto il trasferimento o il godimento di aziende; cessioni di crediti; cessioni di eccedenze d'imposta. La fusione rientra quindi tra le operazioni suscettibili di essere elusive: ne deriva che per il contribuente che pone in essere una fusione risulta di fondamentale importanza, per evitare di incorrere nella previsione legislativa di cui all'art. 37-bis del D.P.R. 600/1973, che l'operazione sia motivata da «valide ragioni economiche»; tale questione si pone anche per il soggetto che realizza un'operazione di MLBO, in quanto il terzo comma dell'art. 37-bis, del D.P.R. 600/1973, estende il potere dell'Amministrazione finanziaria di disconoscere potenziali vantaggi fiscali indebiti a tutti quei comportamenti che presuppongono il ricorso ad una o più delle operazioni elencate. L'Amministrazione finanziaria ha avuto modo di fornire chiarimenti in merito al concetto di «valide ragioni economiche» nell'ambito dell'operazione di fusione in più occasioni¹⁹⁰; in particolare, nella Risoluzione del 28 febbraio 2002, n. 62/E, l'Agenzia delle Entrate ha individuato quelle che sono di norma considerate finalità economiche ragionevoli: «(...) una operazione di fusione rappresenta

¹⁸⁹ «Si evidenzia, pertanto, che non è l'operazione in sé ad essere elusiva, bensì il suo utilizzo nell'ambito di atti, fatti e negozi, anche collegati tra loro, privi di valide ragioni economiche, diretti ad aggirare obblighi o divieti previsti dall'ordinamento tributario e ad ottenere un indebito risparmio di imposta» (Risoluzione Agenzia delle Entrate, del 9 luglio 2001, n. 116/E).

¹⁹⁰ Si vedano anche: Risoluzione Agenzia delle Entrate, del 9 aprile 2009, n. 101/E e del 25 maggio 2007, n. 116/E; Parere Comitato consultivo per l'applicazione di norme antielusive, del 16 novembre 2005, n. 27; del 14 ottobre 2005, n. 31; del 25 gennaio 2005, n. 2.

uno dei mezzi per giungere alla crescita delle dimensioni dell'impresa ed alle conseguenti economie di scala. L'obiettivo di fondo è, di norma, il rafforzamento della posizione dell'impresa sul mercato ed il miglioramento della propria capacità competitiva. Ciò nell'intento di aumentare la produttività o, in vista di un allargamento del mercato, di acquisire nuovi vantaggi concorrenziali, o, semplicemente, di acquisire particolari conoscenze tecnologiche o professionalità che appaiono necessarie in vista dei cambiamenti in atto. Possono, altresì, sussistere motivi puramente finanziari come quando l'integrazione risponde all'esigenza di creare complessi in grado di reperire maggiori risorse finanziarie e di aumentare le capacità di credito. La fusione è, dunque, economicamente motivata allorquando sia finalizzata a determinare delle sinergie produttive, commerciali, finanziarie tra le realtà aziendali che si fondono». Da quanto affermato dall'Amministrazione finanziaria, si evince che nell'ipotesi di *merger leveraged buy-out* la motivazione posta alla base della fusione non è ricompresa tra gli scopi che, di norma, ispirano l'operazione. Come è stato infatti rilevato, «la fusione, in questi casi, avviene proprio allo scopo di far sì che il patrimonio della società obiettivo sia posto a garanzia generica del debito contratto dall'acquirente, secondo quanto, del resto, consentito dall'art. 2501-bis c.c. senza che esista alcun progetto di riorganizzazione produttiva. Infatti, anche se la banca, al momento di erogare il finanziamento, può esigere l'apposizione del pegno a garanzia del proprio credito sia sulle azioni della nuova società sia su quelle della società *target*, questo accorgimento non è in grado di assicurare che la banca possa concorrere in condizioni di parità con gli altri creditori alla ripartizione dell'attivo della società obiettivo (l'unica vera garanzia) nel caso di fallimento dell'operazione.

Questo risultato è conseguibile solo attraverso la fusione fra la nuova società e la società obiettivo. Il *leverage buy out*, pertanto, è un'operazione unitaria, di cui la fusione è da considerare presupposto necessario oltre che momento finale del procedimento. (...) in presenza di una operazione di *leverage*, le valide ragioni economiche della fusione non vanno ricercate in un progetto di riorganizzazione produttiva che richieda un'integrazione delle società coinvolte (progetto che può esserci, ma anche non esserci), ma nella necessità di assecondare un'esigenza delle banche che finanziano l'acquisto della società obiettivo»¹⁹¹ (la prassi vuole, infatti, che il finanziamento da parte degli istituti bancari venga disposto prima del *Closing*, ma l'erogazione materiale avviene in realtà solamente al momento dell'iscrizione della garanzia reale: eccezionalmente le banche accordano prestiti con garanzie reali esigue o inesistenti). In tal senso si è espressa la Commissione tributaria regionale di Milano, in una recente sentenza, riguardante il caso di Fo.Ar. S.p.A., che nel dicembre 2004 aveva acquisito e poi incorporato un'altra società avente la medesima denominazione sociale ricorrendo, a tal fine, ad un mutuo concesso dalla Banca Popolare Commercio e Industria. L'Agenzia delle entrate aveva disconosciuto, per difetto di inerenza, gli interessi passivi e gli oneri finanziari derivanti dal contratto di mutuo stipulato per realizzare l'operazione di MLBO. La Fo.Ar. aveva pertanto impugnato di fronte alla Commissione tributaria provinciale di Milano due avvisi di accertamento, con i quali l'Agenzia delle Entrate rettificava gli importi ai fini IRES, IRAP ed IVA per i periodi d'imposta 2004 e 2005. Il giudice di primo grado aveva ritenuto fondati gli avvisi di

¹⁹¹ Piazza Marco, "La giurisprudenza individua gli indici immuni da elusione nel *leverage buy out*", *Ipsoa, Corriere tributario*, 2011, 22, pag. 1807 ss.

accertamento e, pertanto, aveva respinto il ricorso presentato dalla società, la quale decise di conseguenza di impugnare la sentenza dinanzi alla Commissione tributaria regionale. In sede di appello è stato ribaltato il giudizio espresso in primo grado, in quanto i giudici hanno ritenuto valide le spiegazioni addotte dalla società ricorrente: «mediante tale sistema la banca erogante acquisiva comunque certezza dell'effettivo indebitamento del cliente che, trattandosi di società obbligata a redigere il bilancio, avrebbe garantito certezza e trasparenza sulla propria situazione economico-finanziaria; l'operazione precostituita e così finalizzata, per tale scopo, consentiva alla banca di imporre il vincolo a che la società non assumesse ulteriori debiti rispetto a quelli finalizzati per l'acquisto della partecipazione; la banca erogante, per tale operazione, avrebbe ottenuto una doppia garanzia consistente, oltre al pegno sulle azioni della società obiettivo, anche su quelle della società finanziata. L'operazione di fusione risulta pertanto esser avvenuta con la finalità esclusiva di acquisire da terzi il residuo capitale della società e non di effettuare una mera riorganizzazione interna con finalità puramente finanziarie o fiscali. (...) la valida ragione economica è stata il rinnovo della compagine societaria a mezzo dell'unico veicolo utilizzabile consistente nell'operazione di (...)». Dunque la Commissione ritiene che «(...) nella fattispecie in esame il ricambio dell'assetto proprietario è di per sé (e non può che essere diversamente) una ragione economica lecita sempreché non metta a rischio la duratura funzionalità d'impresa e non leda gli interessi dei soggetti terzi partecipi del destino aziendale (quali, i collaboratori, i creditori, i soci di minoranza)»¹⁹², e di conseguenza risultano non elusive

¹⁹² Tratto da: Sentenza Commissione tributaria regionale di Milano, sez. XXXIV, 13 aprile 2011, n. 36 (per un commento alla sentenza, si veda: Cannavale Ugo, Locorotondo Liana, "Deducibilità degli interessi passivi

tutte le operazioni che sono preordinate a conseguire tale finalità giudicata dalla Commissione valida sul piano economico.

La Commissione, inoltre, si è espressa anche sulla necessità di appurare o meno il requisito dell'inerenza ai fini della deducibilità degli interessi passivi, la Commissione tributaria regionale si è espressa – seguendo l'orientamento giurisprudenziale consolidato evidenziato in precedenza – in senso negativo, ritenendo che «il diritto alla deducibilità va riconosciuto sempre, senza alcun pregiudizio di inerenza, purché nei limiti quantitativi riconosciuti dall'art. 96 del Tuir»¹⁹³.

La giurisprudenza ha rilasciato altre pronunce conformi a questo orientamento. Una delle sentenze più rilevanti in tal senso è quella emessa dalla Corte di Cassazione, avente ad oggetto il caso della Biochem Immunosystems Italia S.p.A., a cui l'Ufficio delle Entrate di Tivoli aveva notificato un avviso di accertamento IRPEG, ILOR e tributo di solidarietà per il 1995, riprendendo a tassazione gli interessi passivi correlati ad un finanziamento ottenuto ai fini di una ristrutturazione

da Mlbo: Agenzia delle Entrate e giurisprudenza a confronto”, Ipsoa, Azienda Fisco, 2011, 9, pag. 41). In maniera analoga si era già espressa la Commissione tributaria provinciale di Modena, dovendo pronunciarsi sulla presunta indeducibilità degli interessi passivi risultanti da un'operazione di MLBO, di cui il contribuente sosteneva la validità economica, sulla base dell'obiettivo che intendeva perseguire con l'operazione, ovvero l'acquisizione della partecipazione residua: i giudici hanno ritenuto che «l'acquisto di quote di minoranza per il completamento della proprietà, da parte di una società, in un'operazione di *leveraged buy out*, fa venir meno l'applicazione delle norme antielusive dettata dall'art. 37-bis del D.P.R. 600/1973» (Sentenza Commissione tributaria provinciale di Modena, 1 marzo 2010, n. 35).

¹⁹³ *Ibidem*.

infragruppo, attuata mediante fusione¹⁹⁴. L'Agenzie delle entrate contestava il fatto che l'obiettivo di razionalizzare la struttura del gruppo poteva essere conseguito, anziché ricorrendo ad un'operazione di MLBO, soltanto mediante fusione tra le due società del gruppo, ponendo quindi in essere una sola operazione (la fusione) piuttosto che due (acquisizione della partecipazione di controllo e fusione). La Suprema Corte, invocando il concetto di 'abuso del diritto'¹⁹⁵, si esprime a favore del contribuente, attribuendo all'Amministrazione finanziaria «l'onere di spiegare, anche nell'atto impositivo, perché la forma giuridica (o il complesso di forme giuridiche) impiegata abbia carattere anomalo o inadeguato rispetto all'operazione economica intrapresa,

¹⁹⁴ Nel 1994 Biochem S.p.A., attiva nella realizzazione e commercializzazione di prodotti chimici industriali, dopo aver acquisito IFCI Clonesystems S.p.A. e Chemila S.p.A., operanti nel settore dei reagenti e delle macchine per analisi, realizzò un'operazione di LBO tramite la controllata Chemila (tecnicamente, si tratta quindi di un *corporate buy-out*): infatti per acquisire Biodata (la *target*), Chemila ricorse ad un pesante indebitamento; l'operazione si concluse poi con l'incorporazione di Biodata in Chemila. Biochem impugnò l'accertamento emesso dall'ufficio di Tivoli, sostenendo la sussistenza di valide ragioni economiche alla base dell'operazione, che si inseriva nell'ambito di una complessa attività di ristrutturazione aziendale a livello internazionale (mirata, essenzialmente, a razionalizzare le strutture produttive del gruppo, unificando sotto la stessa direzione attività della stessa natura, esercitate in una stessa realtà industriale). La Commissione Tributaria Provinciale di Roma accoglieva parzialmente il ricorso, confermando tuttavia l'accertamento per la ripresa della voce perdita fiscale generata dal precedente esercizio, conseguente alla deduzione degli interessi passivi sopportati per l'acquisizione del capitale di Biodata. In sede di appello, venivano respinti il ricorso della società e quello incidentale proposto dall'Agenzia delle Entrate, sicché sia Biochem che l'Agenzia delle Entrate presentarono ricorso in Cassazione.

¹⁹⁵ «La soluzione del problema deve essere, invece, ricercata nell'applicazione del principio dell'abuso del diritto, operante anche, secondo una consolidata giurisprudenza della Corte, nell'ordinamento nazionale anche nel campo dell'imposizione diretta, e riferibile anche ad operazioni distinte e collegate tra loro, ove compiute al principale scopo di realizzare un risparmio fiscale».

mentre è onere del contribuente provare l'esistenza di un contenuto economico dell'operazione diverso dal mero risparmio fiscale. (...) L'ufficio non spiega perché la forma giuridica impiegata sia inusuale o inadeguata all'operazione economica». Inoltre la Suprema Corte dà risalto alla libertà del contribuente di scegliere la forma giuridica che ritiene più opportuna, tra quelle attuabili: «(...) Il sindacato dell'Amministrazione finanziaria non può spingersi ad imporre una misura di ristrutturazione diversa tra quelle giuridicamente possibili (e cioè una fusione) solo perché tale misura avrebbe comportato un maggior carico fiscale». La Cassazione, inoltre, afferma che «il carattere abusivo è escluso soltanto dalla presenza di valide ragioni extra fiscali» e precisa che queste ragioni extra fiscali non corrispondono necessariamente ad «una redditività immediata dell'operazione, ma possono essere anche di natura meramente organizzativa, e consistere in un miglioramento strutturale e funzionale dell'impresa¹⁹⁶».

Concludendo, se è vero che il *merger leveraged buy-out* presenta – sul piano giuridico, contabile e fiscale – gli stessi connotati che caratterizzano in generale la fusione societaria, è anche vero che, allo stesso tempo, il MLBO possiede la peculiarità di avere, tra le fasi in cui si articola l'operazione, lo stadio del ricorso ai prestiti, per il cui rimborso si fa affidamento sulla capacità della *target* di generare redditi sufficienti a coprire appunto il costo dell'indebitamento, comprensivo dei correlati interessi passivi. Così, la convergenza che si verifica a seguito della fusione, in capo al medesimo soggetto, degli oneri finanziari derivanti dall'indebitamento e dei redditi imponibili originati dall'attività della *target*, a volte non è stata ben vista dalla

¹⁹⁶ Sentenza Cassazione civile, sez. Tributaria, 21 gennaio 2011, n. 1372.

giurisprudenza, come si evince dalle sentenze di cui sopra. Tuttavia, come è stato osservato, si potrebbe al medesimo tempo considerare che «con questa particolare tecnica, le varie fasi che scandiscono il processo di acquisizione, compresa la fusione finale, sono (...) funzionalmente collegate da una causa unitaria, rappresentata dall'acquisizione di una società mediante indebitamento utilizzandone le risorse finanziarie per rimborsare il finanziamento acceso. Le motivazioni economiche sopra enunciate, a giustificazione della necessità di procedere alla fusione tra società *target* e la società acquirente, dovrebbero essere di per sé sufficienti per scongiurare il rischio di eventuali censure da parte dell'Agenzia delle entrate in merito alla sussistenza di possibili profili elusivi dell'operazione (aspetto sul quale preliminarmente si concentra l'attenzione degli Uffici nel contrasto all'elusione)»¹⁹⁷.

¹⁹⁷ Andreani Giulio, Tubelli Angelo, "Sono elusive le operazioni di merger leveraged buyout?", *Ipsos, Corriere tributario*, 2011, 7, pag. 524 ss. Gli autori proseguono sostenendo che «la fusione tra la società controllante e la società controllata, pur costituendo concettualmente uno stadio eventuale e non essenziale della tecnica del LBO, viene a configurarsi quale fase in concreto assolutamente necessaria per il finanziamento dell'acquisizione societaria, perché in questo modo il debito assunto dalla società veicolo confluisce direttamente nella sfera giuridica del soggetto economico che *ab initio* è stato individuato dalle parti quale fonte generatrice delle risorse finanziarie necessarie per rimborsare il prestito. (...) La fusione societaria costituisce in sé lo strumento naturale e fisiologico per assicurare la piena copertura del fabbisogno finanziario dell'acquisizione, attraverso il processo di unificazione dei rispettivi patrimoni delle società partecipanti; dall'altro lato, non tiene conto che la fusione tra la società *target* e la società acquirente costituisce il momento finale di un'operazione più ampia, per il che le ragioni economiche che sorreggono la fusione non possono essere ricercate e verificate isolando tale singola operazione dalle altre fasi facenti parte dello schema di acquisizione, ma devono essere necessariamente valutate in una prospettiva unitaria, come se si trattasse – anche sotto il profilo giuridico – di una operazione unica».

CAPITOLO IV

“PROGETTO TETA”: UN CASO PRATICO DI *MERGER LEVERAGED BUY-OUT*

A conclusione della trattazione svolta sul *merger leveraged buy-out*, si riporta il caso di una reale operazione, che chiameremo “Progetto Teta”, posta in essere in Italia nel biennio 2007-2008. A tal fine, ci si è avvalsi della documentazione preliminare che è stata concretamente utilizzata a supporto dell’operazione. Dopo aver elencato, nella sezione “Definizioni”, nomi e denominazioni sociali (entrambi opportunamente modificati) delle persone fisiche e giuridiche coinvolte, si passa ad esaminare il caso pratico vero e proprio, strutturato in tre fasi: *pre-Closing* (A1), *Closing* (A2) e *dopo il Closing* (A3). Per ognuno dei tre stadi in cui si articola l’operazione, un apposito paragrafo è dedicato agli aspetti tributari. A questo proposito si sottolinea che, in relazione ad alcuni punti, l’attuale normativa fiscale è variata rispetto alla disciplina vigente nel periodo in cui fu realizzata l’operazione; tuttavia, si è valutato opportuno mantenere la struttura originaria dell’operazione, anche da un

punto di vista fiscale, e di mettere in risalto nelle note le eventuali successive modificazioni apportate dal legislatore. Sul piano civilistico non sono stati apportati significativi mutamenti né direttamente all'art. 2501-*bis* c.c., introdotto con il D. Lgs. 6/2003, né agli altri articoli in materia di fusione a cui rinvia l'art. 2501-*bis* c.c. Le uniche variazioni apportate dal legislatore sono rappresentate dal quinto comma dell'art. 2501-*bis* c.c., modificato dall'art. 37 del D. Lgs. 39/2010, dal quinto comma dell'art. 2501-*sexies* c.c., introdotto dal D. Lgs. 147/2009, e dal secondo periodo del terzo comma della medesima norma, modificato dal D. Lgs. 39/2010; non si tratta, tuttavia, di variazioni particolarmente rilevanti. È opportuno, in ogni caso, fare alcune precisazioni. Con riferimento all'art. 2501-*bis* c.c., comma 5, c.c., l'attuale formulazione, in base alla quale «al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente», ha sostituito la precedente versione, che utilizzava invece la locuzione «società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente». Come è stato rilevato, se da una parte «la nuova formulazione della norma attribuisce espressamente e senza alcuna limitazione il compito della redazione della relazione ivi prevista al soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente»¹⁹⁸, non lasciando «spazio pertanto per interpretazioni riduttive della sua portata, che ravvisino nell'intervento del legislatore soltanto la necessità di adeguarne il tenore letterale alla nuova definizione legale

¹⁹⁸ La modifica apportata al quinto comma dell'art. 2501-*bis* c.c. comporta, come è stato segnalato dalla Commissione Società Consiglio notarile di Milano, una serie di corollari, per i quali si rimanda al Capitolo III, pag. 110, nota n. 153.

dell'attività di revisione dei conti, lasciandone immutato l'ambito applicativo soggettivo in precedenza individuato nelle sole società “aperte” e nelle altre società soggette alla revisione contabile ai sensi degli artt. 155 ss. Tuf», allo stesso tempo è vero che «la *ratio* della prescrizione rimane la medesima: offrire ai soci di minoranza della società *target* e ai terzi (in particolare ai creditori di quest'ultima) un'informazione più ampia e accurata dei dati previsionali dell'operazione»¹⁹⁹. Per quanto concerne il secondo punto, la modifica apportata all'art. 2501-*sexies* c.c., mediante l'introduzione del quinto comma, secondo cui «la relazione di cui al primo comma [ovvero la relazione degli esperti] non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci di ciascuna società partecipante alla fusione», risulta essere significativa ai fini dell'operazione di fusione in sé, ma non anche ai fini del *merger leveraged buy-out*, non essendo possibile, in tal caso, rinunciare alla relazione degli esperti, neppure all'unanimità, come è stato evidenziato nel Capitolo III, pag. 110, richiamando una massima della Commissione Società Consiglio notarile di Milano. Con riferimento, infine, al terzo punto, la precedente formulazione del secondo periodo del terzo comma (in vigore fino al 14 novembre 2009) prevedeva, nell'ipotesi di società quotata in mercati regolamentati, l'obbligo di attribuire l'incarico di redigere la relazione di cui all'art. 2501-*sexies* c.c. ad un esperto «scelto fra le società di revisione iscritte nell'apposito albo»; tale previsione è stata sostituita, con decorrenza dal 7 aprile 2010, dalla seguente: «se la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto tra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione Nazionale per le

¹⁹⁹ Massime della Commissione Società Consiglio notarile di Milano, Ipsa, Notariato, 2011, 4, pag. 485.

Società e la Borsa». Si tratta di una precisazione non tanto contenutistica, quanto più di carattere formale, considerando che l'«apposito albo» a cui faceva riferimento la previgente versione del terzo comma dell'art. 2501-*sexies* c.c. è l'Albo Speciale delle società di revisione tenuto dalla CONSOB, ai sensi dell'art. 161 del D. Lgs. 58/1998 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria – Tuf); tale articolo è stato abrogato dal D. Lgs. 39/2010, ma continua ad essere applicato fino alla data di entrata in vigore dei regolamenti attuativi del decreto stesso, emanati dal Ministro dell'economia e delle finanze. Sempre il medesimo decreto ha previsto, inoltre, una disciplina transitoria, in base alla quale, sempre fino all'emanazione dei regolamenti attuativi del decreto, la Consob «svolge l'attività di vigilanza con riferimento ai soggetti iscritti nell'Albo di cui all'articolo 161 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58». Il D. Lgs. 39/2010 ha previsto l'istituzione di un nuovo Registro dei revisori contabili, che sarà tenuto presso il Ministero dell'economia e delle finanze, in cui confluiranno automaticamente le società di revisione iscritte nell'Albo CONSOB, le quali permarranno comunque sotto la vigilanza della Commissione. Ne deriva che il terzo comma dell'art. 2501-*sexies* c.c. non poteva più contenere un esplicito riferimento all'Albo CONSOB, la cui eliminazione è stata oramai programmata: pertanto, la modifica apportata al comma in questione dell'art. 2501-*sexies* c.c. non è altro che la naturale conseguenza delle variazioni che lo stesso D. Lgs. 39/2010 ha apportato alle norme del Tuf, relativamente alle società di revisione di società quotate.

Definizioni

Altri significano le signore Rossi e Bianchi, soci di minoranza che detengono, prima del *Closing*, lo 0,47% del capitale sociale della Società Teta e, successivamente al *Closing*, lo 0,68% del capitale sociale della Società A.

Azioni significa, collettivamente, il 100% delle azioni della Società Teta.

Banca P significa la Banca P S.p.A., principale istituto di credito italiano, con sede a Milano.

Closing significa la data di acquisto da parte della Società B del 100% delle azioni della Società Teta.

Contratto di finanziamento significa il “*Senior Facilities Agreement*” sottoscritto tra Banca M, Società A e Società B che prevede le seguenti linee di finanziamento: (i) Finanziamento 1 (ii) Finanziamento 2 (iii) Finanziamento 3 e (iv) Finanziamento 4.

Finanziamento 1 significa il finanziamento “*Senior loan term facility*” per un totale di €/k 150.000 reso disponibile dal *Lender* al *Closing* con le seguenti finalità opzionali: a (i) Società B [tranche 1] per l’acquisizione della Società Teta e per il pagamento dei costi di transazione ed a (ii) Società

Delta ed alle sue controllate [tranche 2] per rifinanziare il debito esistente a tale data.

Finanziamento 2 significa il finanziamento “*Senior loan term facility*” per un totale di €/k 125.000 reso disponibile dal *Lender* al *Closing* con le seguenti finalità opzionali: a (i) Società B [tranche 1] per l’acquisizione di Società Teta e per il pagamento dei costi di transazione ed a (ii) Società Delta ed alle sue controllate [tranche 2] per rifinanziare il debito esistente a tale data.

Finanziamento 3 significa il finanziamento “*Senior loan term acquisition/capex facility*” per un totale di €/k 20.000 reso disponibile al *Closing* dal *Lender* a Società Delta ed alle sue controllate con le seguenti finalità opzionali di finanziamento o rifinanziamento: (i) delle immobilizzazioni (ii) delle acquisizioni consentite (*Permitted Acquisition*) in base al contratto di finanziamento e (iii) dei costi e delle spese connesse con le operazioni di cui ai precedenti punti (i) e (ii).

Finanziamento 4 significa il finanziamento “*Multicurrency senior revolving facility*” per un totale di €/k 80.000 reso disponibile dal *Lender* al *Closing* con le seguenti finalità opzionali: a (i) Società B [tranche 1] per il pagamento degli interessi e dei costi di transazione fino alla data di efficacia giuridica della fusione ed a (ii) Società Delta e alle sue controllate [tranche 2] per rifinanziare il debito esistente al *Closing* e per finanziare il capitale circolante (*general corporate e working capital*). Tale linea di finanziamento sarà parzialmente utilizzata dalla Società Delta al *Closing*.

Finanziamento Alfa significa il finanziamento fruttifero, subordinato ai Finanziamenti 1, 2, 3, 4, reso disponibile dalla Società Alfa S.p.A. alla Società B al *Closing* per €/k 50.000.

Finanziaria 2008 significa la Legge 27 dicembre 2007, n. 244.

Fondo H significa il Fondo *private equity* H ed il gruppo finanziario indipendente H.

Fondo I significa il fondo di *private equity* del gruppo bancario I.

Gamma significa il Fondo Gamma e la relativa società di gestione Gamma SGR S.p.A.

Lender significa Banca M, succursale di Milano la quale sottoscrive il Contratto di Finanziamento, il *Participation Agreement* e rende disponibili i Finanziamenti 1, 2, 3 e 4 al *Closing*.

Original Participants significano le banche che alla data del *Closing* sottoscrivono il *Participation Agreement*, tra cui: Banca P e Banca B.

Participants significano gli *Original Participants* e gli altri soggetti che entreranno a far parte del *Participation Agreement* successivamente al *Closing*.

Participation Agreement significa il contratto stipulato prima o contestualmente al *Closing* dal *Lender* e dagli *Original Participants* e contemplato dal Contratto di Finanziamento, nel quale i *Participants* si impegnano a prendere una partecipazione (*back-to-back loans*) dal *Lender* in relazione alle linee di finanziamento previste dal Contratto di Finanziamento.

PM Sas significa la Società PM Sas.

Pro-Rata Patrimoniale riguarda le norme ante Finanziaria 2008 previste dall'articolo 97, del Tuir.

Società A significa la Società A S.p.A. costituita nel mese di novembre 2007 da Gamma per il tramite del veicolo societario Y che entro il *Closing* sarà partecipata da Banca P S.p.A., Società Alfa S.p.A. ed Altri ed il cui primo esercizio sociale chiuderà il 30 giugno 2008.

Società B significa la Società B S.p.A., costituita nel novembre 2007 dalla Società A ed il cui primo esercizio sociale chiude al 30 giugno 2008.

Società Alfa significa la Società Alfa S.p.A. che detiene, prima del *Closing*, il 47,82% della Società Teta e, successivamente al *Closing*, il 44,3% della Società A.

Società Beta sgr significa la Società Beta sgr che detiene, prima del *Closing*, il 51,71% della Società Teta.

Società Delta è la Società Delta S.p.A., posseduta interamente, sia prima che dopo il *Closing*, dalla Società Teta.

Società di Comodo significano le norme previste dall'art. 30, della Legge 23 dicembre 1994, così come modificate in ultimo dal Decreto Legge n. 223 del 4 luglio 2006, e dalla Legge n. 296 del 27 dicembre 2006, nonché dalla Finanziaria 2008.

Società Teta significa la società *target* Teta S.p.A.

Società Y significa Società Y S.p.A., inizialmente costituita esclusivamente da Gamma e successivamente partecipata dal Fondo H e dal Fondo I.

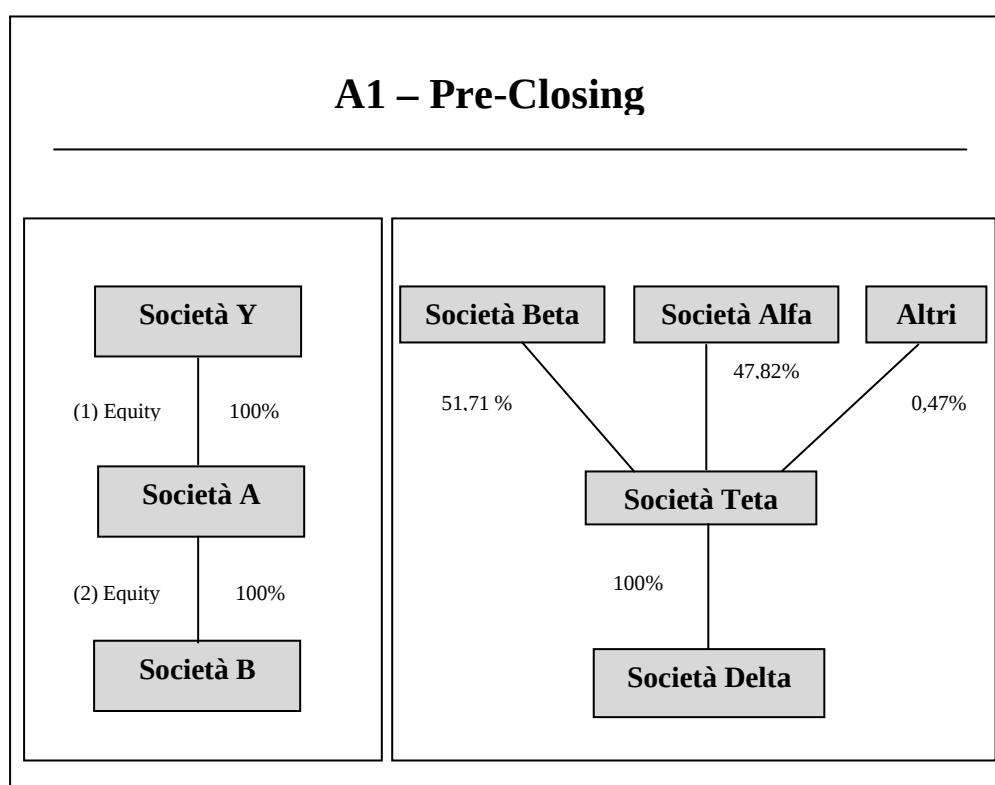
Thin Capitalization – Contrasto alla sottocapitalizzazione significa le norme ante Finanziaria 2008 prevista dall'art. 98, del Tuir.

TUIR significa il Testo Unico delle Imposte sui Redditi previsto dal D.P.R. n. 917, del 22 dicembre 1986 e successive modificazioni.

Venditori significano, anche in via disgiunta, gli attuali soci della Società Teta: Società Beta – Società Alfa – Altri.

Verdi and Partners S.p.A. significa la Società Verdi and Partners S.p.A.

A. FASI



La figura sopra riportata mostra l'assetto societario antecedente al *Closing*.

Prima del *Closing*:

- 1) Gamma, per il tramite del proprio veicolo societario Società Y, ha costituito nel mese di novembre 2007, con capitale sociale minimo, la Società A con chiusura del primo esercizio sociale al 30 giugno 2008;
- 2) Società A, sempre nel mese di novembre, ha costituito, con capitale sociale minimo, la Società B, con chiusura del primo esercizio sociale al 30 giugno 2008;
- 3) Fondo Gamma, Fondo I e Fondo H sottoscrivono e versano l'aumento di capitale sociale con eventuale sovrapprezzo della Società Y che garantirà a quest'ultima un patrimonio netto di €/k 165.000. La ripartizione sarà la seguente: (i) Gamma €/k 94.850 [€/k 95.000 meno il capitale sociale di costituzione pari ad €/k 150] corrispondente al 57,58% del capitale sociale, (ii) Fondo I €/k 40.000, corrispondente al 24,24% del capitale sociale e (iii) Fondo H €/k 30.000, corrispondente al 18,18% del capitale sociale.

Aspetti fiscali

- a) Con riferimento all'esercizio chiuso al 30 giugno 2008, Società A e Società B non rientrano nel campo di applicazione delle norme statuite per le società di comodo²⁰⁰, trattandosi di primo esercizio sociale;

²⁰⁰ La normativa delle società di comodo, ovvero le società che si presumono non operative e strumentali alla gestione del patrimonio dei soci, è stata introdotta con l'art. 30, del D. Lgs. 724/1994, ed è stata poi oggetto di numerosi interventi modificativi, tra i quali si ricordano quelli apportati con la Legge 223/2006, e con le Finanziarie per il 2007 (L. 296/2006) ed il 2008 (L. 244/2007). Ipotizzando che tali società siano costituite con finalità di carattere esclusivamente elusivo, il legislatore attribuisce loro un reddito minimo, lasciando tuttavia ad esse la possibilità di richiedere ed eventualmente ottenere, mediante interpello

- b) Società A e Società B, per l'esercizio chiuso al 30 giugno 2008, non saranno soggette alle nuove norme sulla deducibilità degli interessi passivi previste dalla Finanziaria 2008²⁰¹ (pertanto, all'epoca in cui fu posta

preventivo, la disapplicazione di tale norma. L'identificazione delle società di comodo si fonda sull'effettuazione del c.d. test di operatività, che consiste nel confrontare il volume di ricavi dichiarati dalla società con i ricavi che il legislatore presume effettivamente realizzati dalle stesse, sulla base di determinati elementi patrimoniali iscritti nel loro attivo; la determinazione del reddito minimo avviene poi mediante l'applicazione di percentuali prestabilite al valore delle attività patrimoniali dell'esercizio. L'art. 30, comma 1, lettera c), n. 2, del D. Lgs. 724/1994, così come modificato dalla Finanziaria 2008, esonera i «soggetti che si trovano nel primo periodo d'imposta» dall'applicazione della disciplina delle società di comodo. A titolo informativo, si sottolinea che anche il recente D.L. 138/2011, conosciuto come manovra estiva, ha introdotto modifiche all'art. 30 del D. Lgs. 724/1994, ad esempio innalzando l'aliquota IRES di 10,5 punti percentuali (e portandola quindi al 38% a partire dal 2012), e prevedendo che siano considerate società di comodo, a partire dal quarto anno, sia le società che presentano perdite fiscali per tre periodi d'imposta consecutivi, sia quelle che presentano perdite fiscali per due periodi d'imposta e per uno hanno dichiarato un reddito inferiore a quello minimo statuito dalla disciplina delle società di comodo, ferma restando la possibilità di interpello disapplicativo (artt. 36-*quinquies*, 36-*decies* e 36-*undecies* del D.L. 138/2011).

²⁰¹ Il comma 34, dell'articolo 1, della Finanziaria 2008, prevede espressamente che le nuove disposizioni si applicano dal periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007. La Finanziaria 2008 ha apportato notevoli modifiche in materia di deducibilità degli interessi passivi (si rinvia, per un approfondimento, a: Flora Paola, "Quali conseguenze per le operazioni di *leveraged buy out* e *private equity*?", Ipsoa, Amministrazione e Finanza, 2008, 2, pag. 41). Volendo schematizzare, la principale novità introdotta consiste nel confronto, imposto dal legislatore, tra l'ammontare degli interessi attivi e quello degli interessi passivi iscritti in bilancio, ai fini della quantificazione degli interessi passivi deducibili nell'esercizio. Infatti:

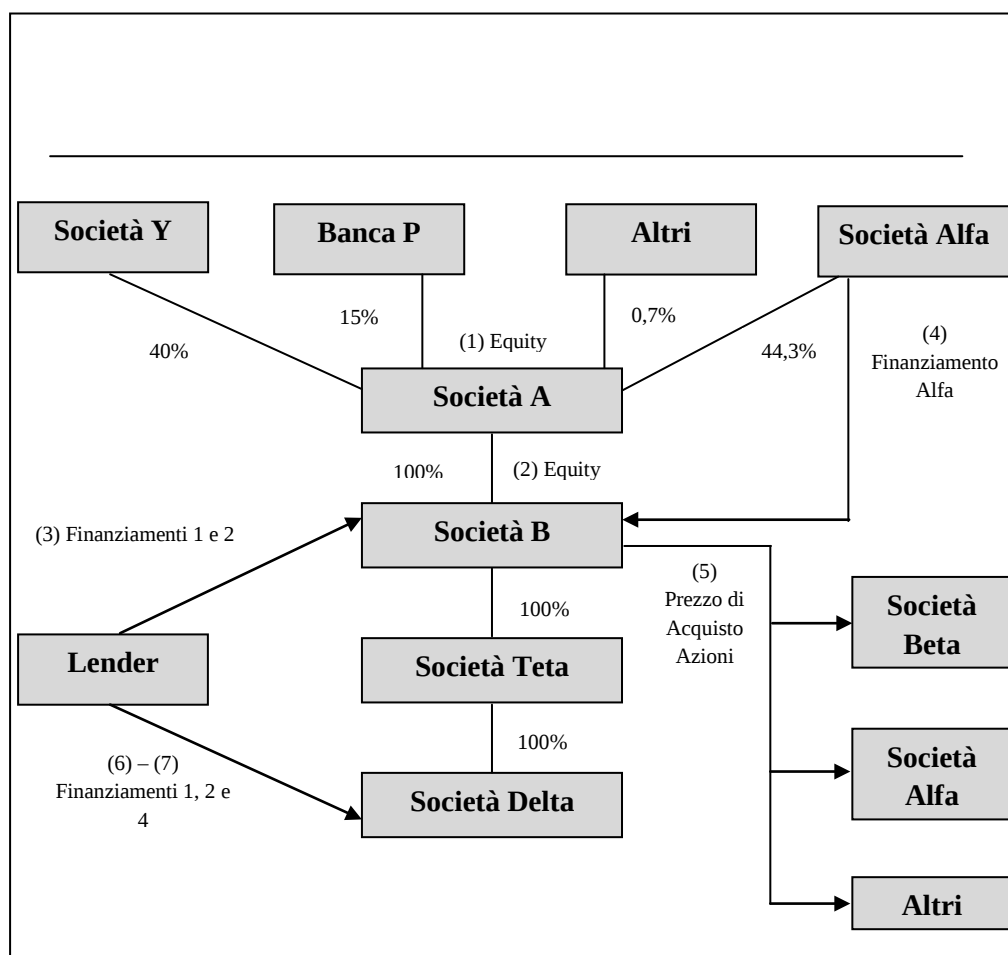
- ✓ Se gli interessi attivi sono maggiori rispetto a quelli passivi, quest'ultimi sono integralmente deducibili;
- ✓ Se invece gli interessi passivi superano quelli attivi, tale eccedenza sarà deducibile nei limiti del 30% del risultato operativo lordo (determinato come differenza tra il valore e i costi della produzione di cui alle lettere a) e b) dell'articolo 2425 c.c., con esclusione delle voci relative all'ammortamento e dei canoni di locazione finanziaria di beni strumentali). Gli interessi passivi che eccedono tale soglia non potranno essere dedotti

in essere l'operazione di costituzione delle Società Y, A e B – utilizzata come veicolo ai fini dell'acquisizione della *target* Teta –, l'art. 96, comma 1, del Tuir, prevedeva che «la quota di interessi passivi che residua dopo l'applicazione delle disposizioni di cui agli articoli 97 e 98 è deducibile per la parte corrispondente al rapporto tra l'ammontare dei ricavi e degli altri proventi che concorrono a formare il reddito e l'ammontare complessivo di tutti i ricavi e proventi»).

nell'esercizio, ma potranno comunque essere riportati in avanti e dedotti negli esercizi successivi, senza limiti temporali, sempreché nei periodi d'imposta futuri vi sia un margine di risultato operativo lordo in grado di assorbire detta eccedenza di interessi passivi.

Successivamente alla Finanziaria 2008, la disciplina in materia di interessi passivi è rimasta sostanzialmente invariata, con un'unica eccezione: l'introduzione del comma 5-*bis* nell'art. 96 del Tuir, per effetto del D.L. 112/2008, art. 82. Il comma 5-*bis* dell'attuale art. 96 del Tuir recita come segue: «Gli interessi passivi sostenuti dai soggetti indicati nel primo periodo del comma 5 [banche e altri soggetti finanziari indicati nell'art. 1 del D. Lgs. 87/1992], sono deducibili dalla base imponibile della predetta imposta nei limiti del 96 per cento del loro ammontare. Nell'ambito del consolidato nazionale di cui agli articoli da 117 a 129, l'ammontare complessivo degli interessi passivi maturati in capo a soggetti partecipanti al consolidato a favore di altri soggetti partecipanti sono integralmente deducibili sino a concorrenza dell'ammontare complessivo degli interessi passivi maturati in capo ai soggetti di cui al periodo precedente partecipanti a favore di soggetti estranei al consolidato. La società o ente controllante opera la deduzione integrale degli interessi passivi di cui al periodo precedente in sede di dichiarazione di cui all'articolo 122, apportando la relativa variazione in diminuzione della somma algebrica dei redditi complessivi netti dei soggetti partecipanti».

A2 - Closing



Al Closing [previsto per il 20 maggio 2008]:

- (1) Società Y, Banca P, Società Alfa ed Altri sottoscrivono e versano l'aumento di capitale sociale con eventuale sovrapprezzo di Società A che garantirà a quest'ultima un patrimonio netto di €/k 411.700. La ripartizione sarà la seguente: (i) Società Y €/k 164.560 [€/k 164.680 meno il capitale sociale di costituzione pari a €/k 120], pari al 40% del patrimonio netto, (ii) Banca P €/k 61.755, pari al 15% del patrimonio netto, (iii) Società Alfa €/k 182.445, pari al 44,32% del patrimonio netto ed (iv) Altri €/k 2.820, pari al 0,68% del patrimonio netto;
- (2) Società A effettua un versamento in conto capitale in Società B che garantirà a quest'ultima un patrimonio netto di €/k 411.700;
- (3) Società B utilizza proporzionalmente i Finanziamenti 1 per €/k 78.500 e 2 per €/k 65.500 per un ammontare complessivo di €/k 144.000 al fine di acquistare il capitale sociale di Società Teta;
- (4) Società B utilizza il Finanziamento Alfa per €/k 50.000 per l'acquisizione del capitale sociale della Società Teta;
- (5) Società B acquista dai Venditori il 100% del capitale sociale di Teta per un corrispettivo di €/k 600.000;
- (6) Società Delta utilizzerà proporzionalmente i Finanziamenti 1 per €/k 71.500 e 2 per €/k 59.500 per rifinanziare il debito a medio termine esistente nella società²⁰²;

²⁰² La posizione finanziaria netta al *Closing* è stimata dal *management* in €/k 108.500 di cui €/k 61.400 di cassa/effetti in scadenza. Di questi €/k 20.200 verrà utilizzato per rifinanziare il debito esistente.

(7) Società Delta utilizzerà parzialmente il Finanziamento 4 per €/k 7.000 al fine di rifinanziare il capitale circolante netto [*working capital facility*] esistente.

I flussi finanziari garantiti alla Società B €/k 605.700²⁰³ sono di importo superiore a quello previsto per l'acquisto delle azioni €/k 600.000, così come i flussi garantiti a Società Delta per il rifinanziamento del debito a medio termine €/k 131.000 sono superiori a quelli necessari €/k 124.700; le differenze verranno utilizzate da entrambe le società, in rapporto alla quota di rispettiva competenza, per pagare i costi di transazione stimati in massimi €/k 12.000.

Le garanzie che saranno costituite al *Closing* saranno quelle previste nell'allegato "A" del presente documento. Inoltre, la Società A assumerà il ruolo di "garante" per tutte le obbligazioni prese dalla Società B e dalle società da questa controllate sui Finanziamenti 1, 2, 3 e 4 solo successivamente al 30 giugno 2008²⁰⁴.

Aspetti fiscali

- a) Sul trasferimento delle azioni non sarà dovuta la Tassa sui Contratti di Borsa²⁰⁵.
- b) L'imposizione diretta sul Contratto di Finanziamento e sulle relative garanzie dovrà essere verificata in

²⁰³ Patrimonio netto €/k 411.700, Finanziamento 1 e 2 €/k 144.000 e Finanziamento Alfa €/k 50.000.

²⁰⁴ Ulteriori garanzie, come previsto dal Contratto di Finanziamento, saranno rilasciate dopo la chiusura dell'esercizio al 30 giugno 2008 ed entro il 9 luglio 2008.

²⁰⁵ L'articolo 37 del Decreto Legge n. 248 del 31 dicembre 2007, convertito dalla Legge n. 31/2008, ha soppresso la tassa sui contratti di borsa di cui al Regio Decreto n. 3278 del 1923.

relazione alla durata del finanziamento, ai soggetti finanziatori, alla forma ed al luogo dove verrà sottoscritto il contratto, nonché le relative garanzie.

- c) Gli interessi passivi maturati sui Finanziamenti 1 e 2²⁰⁶ dalla Società B nel periodo che intercorre tra l'accensione del debito e la chiusura dell'esercizio non dovrebbero risentire delle limitazioni di deducibilità previste dalle norme sulla *thin capitalization*²⁰⁷, in

²⁰⁶ Stimati in circa €/k 1.084 [assumendo il *Closing* al 20 maggio 2008 ed un interesse annuo del 6,7%] per una corrispondente imposta di circa €/k 358 [aliquota Ires 33%].

²⁰⁷ Articolo 98 del Tuir, ante Finanziaria 2008. L'art. 98 del Tuir (c.d. *thin capitalization rule*), abrogato dalla Finanziaria 2008, disponeva l'indeducibilità degli interessi passivi, relativi a finanziamenti a favore della società, «direttamente o indirettamente erogati o garantiti da un socio qualificato o da una sua parte correlata», e «derivanti da mutui, da depositi di danaro, e da ogni altro rapporto di natura finanziaria», qualora «il rapporto tra la consistenza media durante il periodo d'imposta dei finanziamenti (...) e la quota di patrimonio netto contabile di pertinenza del socio medesimo e delle sue parti correlate, aumentato degli apporti di capitale effettuati dallo stesso socio o da sue parti correlate in esecuzione dei contratti di cui all'articolo 109, comma 9, lettera b), sia superiore a quello di quattro a uno»: dunque erano indeducibili gli interessi passivi relativi a finanziamenti di «ammontare almeno quattro volte superiore alla quota di patrimonio netto contabile di pertinenza del socio medesimo e delle sue parti correlate» (Circolare dell'Agenzia delle Entrate, del 17 marzo 2005, n. 11/E). Si fa presente che per socio qualificato si intendeva il socio che, «direttamente o indirettamente controlla, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, il soggetto debitore», ovvero il socio che «partecipa al capitale sociale dello stesso debitore con una percentuale pari o superiore al 25 per cento, alla determinazione della quale concorrono le partecipazioni detenute da sue parti correlate», fermo restando che in ogni caso non si consideravano soci qualificati gli enti pubblici. La «consistenza media» si determinava invece «sommando il relativo ammontare complessivo esistente al termine di ogni giornata del periodo di imposta e dividendo tale somma per il numero dei giorni del periodo stesso». La finalità dell'art. 98 era quella di contrastare lo sfruttamento ai fini fiscali della sottocapitalizzazione delle imprese: i soci tendevano a dotare la società delle risorse di cui necessitava, anziché mediante apporto di capitale di rischio, mediante finanziamenti, conseguendo quindi la piena deducibilità degli interessi passivi per la

quanto (i) le garanzie rilasciate sono rappresentate direttamente o indirettamente dal patrimonio della Società B²⁰⁸ e delle sue controllate, nonché dal pegno sulle azioni della stessa Società B²⁰⁹, (ii) Banca P non può essere considerata quale socio qualificato della Società B anche indirettamente tramite la Società A ed infine (iii) Società A garantisce direttamente, quale socio qualificato, i Finanziamenti 1 e 2 solo dopo la chiusura dell'esercizio al 30 giugno 2008.

- d) Gli interessi passivi maturati sui finanziamenti 1, 2 e 4 dalla Società Delta nel periodo che intercorre tra l'accensione del debito e la chiusura dell'esercizio non dovrebbero risentire delle limitazioni di deducibilità previste dalle norme sulla *thin capitalization*, visto che il patrimonio netto rilevante della Società Delta al 30 giugno 2007 consente la copertura del rapporto previsto dalla norma²¹⁰.

società finanziata, e allo stesso tempo una tassazione degli interessi attivi percepiti inferiore rispetto a quella che avrebbero subito nell'ipotesi di distribuzione di dividendi.

²⁰⁸ Si ritiene, infatti, che nel caso di specie non possano essere considerate parti correlate del socio qualificato Società A le società, diverse da Società B, che prestano le garanzie, visto che le stesse fanno parte, anche se indirettamente, del patrimonio della stessa Società B. Situazione diversa sarebbe stata quella in cui le garanzie fossero fornite da altra società controllata dal socio qualificato ma non rientrante, direttamente o indirettamente, nel patrimonio di Società B.

²⁰⁹ Cfr. Circolare Ministeriale n. 11/E del 17 marzo 2005.

²¹⁰ Giova sottolineare come detto finanziamento è comunque finalizzato a sostituire debiti di pari importo già esistenti nella società.

- e) Nell'ipotesi in cui la Società Alfa risultasse "socio qualificato" della Società B²¹¹, gli interessi passivi maturati sul Finanziamento Alfa, nel periodo che intercorre tra l'accensione del debito e la chiusura dell'esercizio, risentirebbero delle limitazioni di deducibilità previste dalle norme sulla *thin capitalization*²¹². Pertanto, in tale ipotesi, gli interessi passivi maturati nel periodo maggio-giugno 2008 sul Finanziamento Alfa, stimati in circa €/k 562 [(€/k 50.000 x 10% x 41 gg.)/365], risulterebbero indeducibili²¹³ per una quota pari a circa €/k 532²¹⁴.
- f) La Società B, nel periodo che intercorre tra l'accensione del debito e la chiusura dell'esercizio, non subisce limitazioni alla deducibilità degli interessi

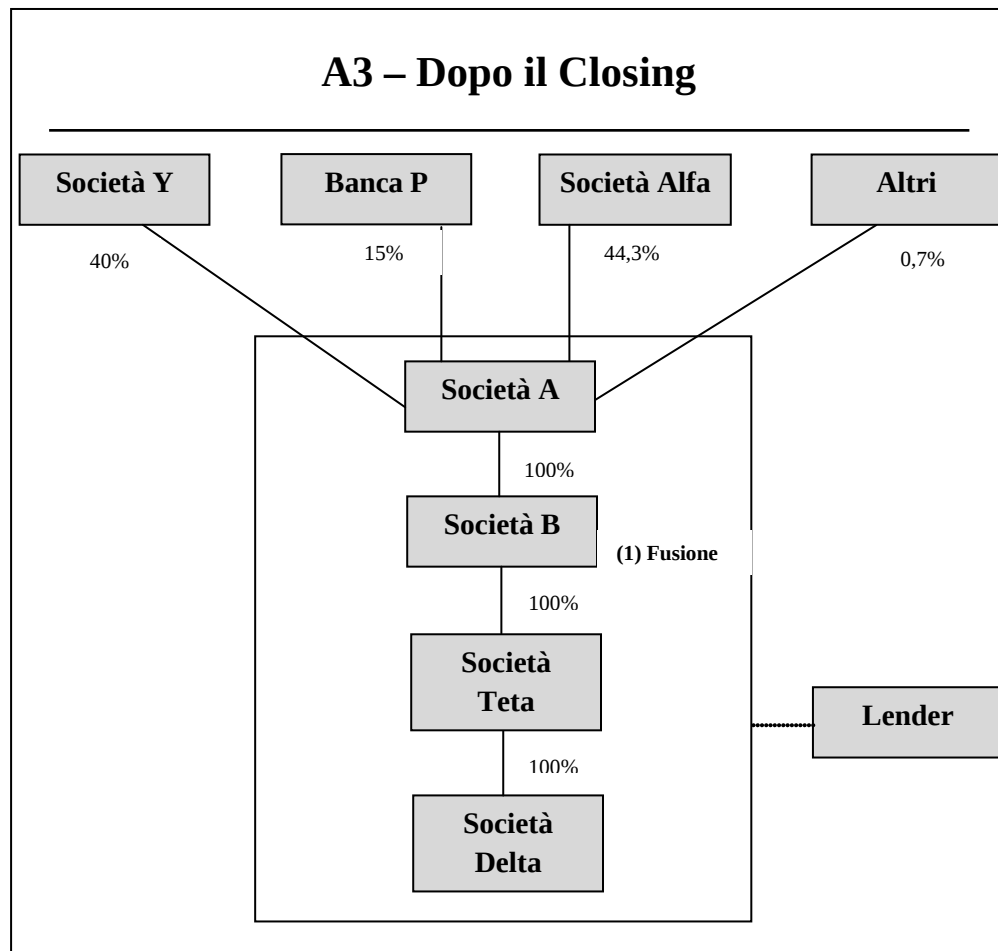
²¹¹ Tale circostanza si verificherebbe qualora la Società Alfa, in forza di vincoli contrattuali, esercitasse un'influenza dominante sulla Società A e/o sulla Società B.

²¹² Il patrimonio netto di costituzione della Società B è di €/k 120 capace di sostenere, sempre ai fini della *thin cap*, un debito erogato o garantito dal socio o da parti correlate pari ad €/k 480.

²¹³ Salvo che la società decida comunque di dedurli ed in sede di accertamento sia in grado di fornire la cosiddetta "prova contraria" (di cui all'articolo 98, comma 2, lettera b), del Tuir, che attribuiva al contribuente la facoltà di dimostrare che l'ammontare dei finanziamenti erogati dal socio qualificato era giustificato dalla propria esclusiva capacità di credito e che conseguentemente gli stessi sarebbero stati erogati anche da terzi indipendenti con la sola garanzia del patrimonio sociale. Si ricorda che l'art. 98 del Tuir è stato soppresso dalla Finanziaria 2008).

²¹⁴ La stima si basa sulle seguenti considerazioni: (i) la Società B è stata costituita a fine novembre 2007 (primo periodo d'imposta: circa 223 giorni), (ii) il finanziamento viene erogato il 20 maggio 2008 (matura interessi per 41 giorni), (iii) il tasso di interesse annuo è pari al 10% (non sono state verificate le disposizioni anti usura), (iv) la Società Alfa si presume socio qualificato della Società B in misura pari al 100%.

previste dalla norma sul pro-rata patrimoniale²¹⁵, visto che al 30 giugno 2008 non sono trascorsi dodici mesi dalla data di acquisizione delle partecipazioni.



²¹⁵ Articolo 97 del Tuir, ante Finanziaria 2008. Il suddetto articolo, che disciplinava il pro-rata patrimoniale di indeducibilità degli interessi passivi, è stato soppresso dalla Finanziaria 2008. Come ha evidenziato la Circolare dell'Agenzia delle Entrate, del 21 aprile 2009, n. 19/E, «il pro-rata patrimoniale di indeducibilità (ex articolo 97 del TUIR) operava con riferimento agli interessi passivi residui dopo l'applicazione dell'articolo 98 del TUIR, quando il valore contabile delle partecipazioni esenti (di cui all'articolo 87) eventualmente possedute fosse superiore al patrimonio netto contabile della società».

Dopo il *Closing* (e comunque entro 12 mesi dal *Closing* stesso):

- 1) La Società A procede alla fusione per incorporazione²¹⁶ delle Società B, Teta e Delta, modificando tra l'altro la propria denominazione in Società Delta S.p.A. e prevedendo la decorrenza degli effetti contabili e fiscali al 1 luglio 2008;
- 2) La Società A opererà per il consolidato fiscale precedentemente gestito dal gruppo a livello di Società Delta²¹⁷ per gli esercizi 2008-2010.

Aspetti fiscali

- a) La Società A al 30 giugno 2008 non dovrebbe presentare perdite fiscali rilevanti da riportare in sede di fusione;

²¹⁶ Fusione che sarà soggetta alle previsioni dell'articolo 2501-*bis* c.c.

²¹⁷ Nel caso in cui non si voglia interrompere il consolidato già in essere a livello di Società Delta, si renderà necessario presentare apposita istanza di interpello per la continuazione del consolidato ai sensi dell'articolo 13, comma 2, D.M. 9 giugno 2004 (attuativo del regime di consolidato fiscale nazionale, e tuttora in vigore). Si ricorda altresì che l'Agenzia delle Entrate ha chiarito che le perdite fiscali consolidate non possono essere utilizzate nel consolidato post- fusione, ma dovranno essere attribuite alle società partecipanti secondo le regole ordinarie (cfr. Risoluzione Ministeriale n. 44 del 12 marzo 2007). Inoltre, sempre in tema di consolidato si ricorda che la Finanziaria 2008 (articolo 1, comma 33, lettere s) e t)) ha previsto tra l'altro l'eliminazione delle rettifiche di consolidamento (ad esempio, la tassazione dei dividendi all'interno del consolidato e l'eliminazione della neutralità dei trasferimenti infragruppo).

- b) La Società B al 30 giugno 2008 maturerà una perdita fiscale costituita principalmente dalla quota di interessi maturati su Finanziamenti 1 e 2²¹⁸ e sulla quota deducibile del Finanziamento Alfa²¹⁹. Tale perdita fiscale²²⁰, in sede di fusione, non potrà essere portata a nuovo dalla società incorporante [Società A] per effetto dei limiti statuiti dal Tuir²²¹. Inoltre, anche gli interessi passivi maturati dal 1 luglio 2008 sino alla data di efficacia giuridica della fusione dalla Società B²²² risentono delle stesse limitazioni di riportabilità in capo alla Società A²²³. Tuttavia, la società potrà presentare apposita istanza di interpello disapplicativo²²⁴ al fine di consentire il riporto a nuovo sopra indicati interessi e perdite.
- c) Società Teta e Società Delta nel caso presentino, al 30 giugno 2008, perdite fiscali da riportare a nuovo

²¹⁸ Cfr. nota n. 9.

²¹⁹ Nel caso in cui la Società Alfa risultasse “socio qualificato” della Società B. Diversamente anche gli interessi su tale finanziamento sarebbero totalmente deducibili (cfr. Aspetti Fiscali, lettera e), pag. 17). Cfr. anche la possibilità indicata alla nota 15.

²²⁰ Pari a circa €/k 1.114 ed un Ires correlata pari ad €/k 306 [€/k 1.114 * 27,5%]. Si ricorda, inoltre, che tale importo sarà incrementato della quota di competenza, imputabile all’esercizio, dei costi di transazione non capitalizzati nel valore della partecipazione.

²²¹ Articolo 172, comma 7, del Tuir. Tale disposizione è rimasta invariata e quindi è tuttora vigente. Con specifico riferimento al settimo comma, che disciplina il riporto delle perdite pregresse delle società partecipanti alla fusione, si rimanda a quanto detto nel Capitolo III, pag. 122 ss.

²²² Stimati in circa €/k 1.220 al mese.

²²³ Oltre alla quota di competenza, imputabile alla frazione di esercizio, dei costi di transazione non capitalizzati nel valore della partecipazione.

²²⁴ Ai sensi dell’articolo 37-bis, comma 8, del D.P.R. 600/73.

nell'ambito della fusione, dovranno anch'esse verificare il superamento delle limitazioni previste dal Tuir²²⁵.

- d) Il disavanzo generato dalla fusione per incorporazione potrà essere affrancato con il pagamento di un'imposta sostitutiva²²⁶.
- e) Gli interessi passivi post-fusione non risulterebbero completamente deducibili²²⁷. Infatti, anche utilizzando l'EBITDA di gruppo, rilevante ai fini della deducibilità [società partecipanti al consolidato fiscale nazionale nonché società estere in possesso di appositi requisiti²²⁸], l'importo di detti interessi sarebbe

²²⁵ In particolare, per la Società Delta il limite del patrimonio netto mentre per la Società Teta anche il requisito della cosiddetta "vitalità" (articolo 172, comma 7, del Tuir).

²²⁶ Il combinato disposto delle lettere a) e d), del comma 46 dell'articolo 1, della Finanziaria 2008 prevedono il riconoscimento fiscale, in tutto od in parte (con dei limiti minimi), dei maggiori valori iscritti in bilancio mediante il pagamento di un'imposta sostitutiva dell'IRES e dell'IRAP con aliquota massima del 16% per i valori oltre i 10 milioni di Euro. Nel nostro caso tale differenza sarebbe allocabile principalmente all'avviamento e, pertanto, la sua deducibilità sarebbe spalmata su un arco temporale di 18 anni. L'art. 176, comma 2-ter, del Tuir, che rappresenta il riferimento normativo dell'imposta sostitutiva di cui sopra, non è stato oggetto di successivi interventi da parte del legislatore. Per maggiori informazioni sul regime d'imposta sostitutiva, si rinvia al Capitolo III, pag. 118.

²²⁷ Tale analisi di basa esclusivamente su ipotesi preliminari fondate su stime del *management* e sui soli documenti ad oggi in nostro possesso e, pertanto, dovrà essere rivista alla luce dei risultati effettivi.

²²⁸ Il nuovo articolo 96 del Tuir, così come modificato dalla Finanziaria 2008, prevede espressamente che possa essere utilizzato, ai fini del calcolo delle deducibilità degli interessi passivi, il limite del 30% dell'Ebitda delle società partecipanti al consolidato fiscale nazionale, nonché il 30% dell'Ebitda delle società estere che: (i) abbiano la veste giuridica di società di capitali ovvero enti commerciali, (ii) soddisfino il requisito del controllo previsto per il consolidato nazionale, (iii) abbiano

superiore al limite del 30% dell'EBITDA. In particolare, stimando un EBITDA FY 2009 di gruppo pari a circa €/k 98.000²²⁹ il limite di deducibilità risulterebbe pari a circa €/k 29.400, mentre il totale degli interessi passivi [al netto degli interessi attivi] all'interno del gruppo di società che partecipano al consolidato fiscale e delle società estere in possesso dei requisiti sono stimati per il 2009 in circa €/k 30.700 generando una quota di interessi passivi indeducibili di circa €/k 1.300. Si ricorda che tali importi possono essere eventualmente recuperati negli anni successivi senza limiti temporali.

- f) Sugli interessi maturati e corrisposti sui Finanziamenti 1, 2, 3 e 4 non dovranno essere applicate ritenute

con la controllante identità di esercizio sociale e (iv) siano assoggettate a revisione del bilancio. La norma non prevede espressamente un obbligo di includere nel calcolo tutte le società estere che abbiano tali requisiti [come invece ad esempio statuito dall'articolo 130 del Tuir nell'individuazione dei soggetti ammessi al regime del Consolidato Mondiale], pertanto, si ritiene che la società possa scegliere quali tra queste società inserire. In ogni caso si resta in attesa di una posizione ufficiale dell'Amministrazione Finanziaria. Sull'evoluzione normativa dell'art. 96 del Tuir, si rinvia alla nota 4; in ogni caso, la disposizione a cui si fa specifico riferimento in questa sede, ovvero il comma 7 dell'art. 96 del Tuir, è rimasta invariata, e recita come segue: «In caso di partecipazione al consolidato nazionale di cui alla sezione II del presente capo, l'eventuale eccedenza di interessi passivi ed oneri assimilati indeducibili generatasi in capo a un soggetto può essere portata in abbattimento del reddito complessivo di gruppo se e nei limiti in cui altri soggetti partecipanti al consolidato presentino, per lo stesso periodo d'imposta, un risultato operativo lordo capiente non integralmente sfruttato per la deduzione. Tale regola si applica anche alle eccedenze oggetto di riporto in avanti, con esclusione di quelle generatesi anteriormente all'ingresso nel consolidato nazionale.»

²²⁹ L'EBITDA civilistico consolidato stimato dal management è di €/k 103.500, mentre, sempre sulla base delle stesse stime della società l'EBITDA fiscalmente rilevante [consolidato fiscale nazionale e società estere in possesso dei requisiti] sarebbe di €/k 98.000.

fiscali nel caso in cui il *Lender* e/o i *Participants* siano banche o istituti finanziari fiscalmente residenti in Italia ovvero stabili organizzazioni in Italia di soggetti non residenti [in questo caso a condizione che il finanziamento sia connesso e gestito alla stabile organizzazione e sia iscritto nei suoi libri]. Diversamente la ritenuta dovrà essere applicata a meno che non sia in vigore tra il paese dove risiede il finanziatore estero e l'Italia un trattato che preveda espressamente la non applicazione della ritenuta stessa.

- g) Nel caso in cui il consolidato fiscale a livello di Società Delta venga interrotto e, conseguentemente, la Società A proceda con un “nuovo” consolidato fiscale, si renderanno applicabili i meccanismi correttivi²³⁰ riguardanti: (i) gli interessi passivi da prorata patrimoniale, (ii) i trasferimenti infragruppo, (iii) l'obbligo di versamento degli acconti, (iv) la ripartizione delle perdite fiscali, (v) l'individuazione dei soggetti a cui spettano particolari posizioni attive [es. crediti d'imposta chiesti a rimborso, crediti per imposte estere, etc.] e (vi) l'obbligo di comunicazione della cessazione anticipata.
- h) Il nuovo consolidato fiscale [2008-2010] non consentirà comunque la possibilità di effettuare trasferimenti infragruppo neutrali né distribuzione di dividendi completamente esenti²³¹.

²³⁰ Articolo 124 del Tuir ed articolo 13 del D.M. 9 giugno 2004. Ad oggi entrambi gli articoli citati, che disciplinano l'interruzione della tassazione di gruppo prima del compimento del triennio, non sono stati oggetto di modifiche da parte del legislatore.

²³¹ L'articolo 1, comma 33, lettera s) e t) della Finanziaria 2008, ha abrogato le agevolazioni previste dagli articoli 122 e 123 del Tuir ante

- i) La Società Y negli esercizi successivi alla fusione non si configura quale società di comodo detenendo esclusivamente nel proprio patrimonio una partecipazione in società operativa²³².

Finanziaria 2008. In particolare, giova ricordare come l'abrogazione dell'agevolazione in tema di dividendi trova applicazione anche alle delibere di distribuzione adottate dal 1 settembre 2007 a meno che la delibera non riguardi la distribuzione dell'utile relativo all'esercizio anteriore a quello in corso al 31 dicembre 2007. Questa rappresenta ancora la disciplina attualmente vigente.

²³² Vedi lettera e) punto 1, del Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate, del 14 febbraio 2008, n. 23681. Tale considerazione è stata effettuata solo sulla Società Y non essendo in possesso di dati relativi agli altri due soci della Società A.

ALLEGATO “A”²³³

- (1) Pegno sul 100% delle azioni della Società B;
- (2) Pegno sul 100% delle azioni della Società Teta;
- (3) Pegno sul 100% delle azioni della Società Delta;
- (4) Pegno sul 100% delle azioni della Società Delta Ltd;
- (5) Pegno sul 60% delle azioni Verdi and Partners S.p.A;
- (6) Pegno sul 51% delle quote PM Sas;
- (7) Pegno sugli indennizzi derivanti dal contratto di acquisizione;
- (8) Pegno sui marchi del Gruppo (Società Delta);
- (9) Pegno sui crediti dei finanziamenti *intercompany*;
- (10) Pegno sui conti bancari della Società Delta relativi al contratto di *cash pooling*²³⁴; novero
- (11) Pegno sulle polizze assicurative della Società Delta;

²³³ Tratto dallo “Schedule 4 – Security – Part I – Security Package” del Term Sheet relative al Contratto di Finanziamento.

²³⁴ Sul piano civilistico, i contratti di *cash pooling* sono riconducibili alla categoria dei contratti atipici (art. 1322 c.c.). Questi accordi prevedono la gestione centralizzata della tesoreria del gruppo, da parte della società del gruppo a cui viene conferito mandato dalle altre (di norma, la capogruppo, detta *pooler* o *pool leader*). La società *pooler* stipula un contratto con un istituto di credito, in virtù del quale le viene intestato un conto corrente (*pool account*) dove transitano (con la frequenza desiderata: in genere, quotidianamente) tutte le movimentazioni che riguardano i singoli conti corrente delle società del gruppo; essa stipula inoltre contratti di conto corrente bancario con le società appartenenti al gruppo, in modo da poter operare trasferimenti di saldi attivi e passivi dei singoli conti delle società mandanti sul *pool account*.

(12) Privilegio speciale sugli *assets* della Società Delta.

CONCLUSIONI

Attraverso l'analisi compiuta nel primo capitolo, si è delineato un quadro introduttivo del *leveraged buy-out*: in particolare, si è mirato ad evidenziare le caratteristiche generali dell'istituto, che è ricompreso nelle operazioni di finanza strutturata (più precisamente, nella sotto-categoria del *leveraged financing*): la peculiarità di questa classe di operazioni consiste in un appropriato sfruttamento della leva finanziaria del soggetto finanziato, ovvero nell'opportuno utilizzo della sua capacità di indebitamento. All'interno di questo genere di operazioni si colloca il *leveraged buy-out*, ovvero l'acquisizione di una società (denominata *target*) basata sullo sfruttamento della sua stessa leva finanziaria. Nel *leveraged buy-out*, infatti, il soggetto promotore dell'operazione di acquisizione costituisce una società, chiamata *newco*, priva di *assets*, ma dotata esclusivamente del capitale sociale (che di norma si attesta, peraltro, al livello minimo imposto dal legislatore per la costituzione di quel modello societario). Mediante un *mix* di capitale di debito (in misura preponderante) e capitale proprio (apportato in misura molto ridotta), la *newco* riesce a realizzare l'operazione di acquisizione conferendo, di fatto, capitale di rischio in misura irrisoria, potendo contare su massicci prestiti bancari, che sono concessi non tanto in virtù dell'affidamento che la banca fa sulla *newco* (che, come si è detto, non è dotata di propri beni), quanto piuttosto sulla redditività prospettica e sulla solidità patrimoniale dell'azienda oggetto dell'acquisizione. Al fine di fornire un quadro anche storico dell'istituto, sono state esposte varie vicende di *leveraged buy-out*, verificatesi

nel passato; tra tutte, ampio spazio è stato dedicato alla vicenda della statunitense Nabisco Rjr, considerata esempio emblematico dei primi *leveraged buy-out* posti in essere nella storia.

Dopo aver illustrato le caratteristiche generali dell'istituto, il presente lavoro ha incentrato l'analisi sulla fattispecie classica di *leveraged buy-out*, ovvero quel processo di acquisizione mediante ricorso all'indebitamento, che termina con la fusione dell'acquirente e dell'acquisita, indicato con l'espressione *merger leveraged buy-out*. Si è deciso di focalizzare la trattazione su tale variante di *leveraged buy-out*, sia in ragione della sua diffusione, sia in virtù del fatto che l'operazione in questione presenta diversi profili critici, ma al tempo stesso profondamente interessanti. È infatti palese che, nel caso di fusione di *newco* e *target*, i debiti contratti dalla *newco* allo scopo di acquisire la società obiettivo finiscono per gravare, con immediata evidenza, sul patrimonio della *target*, in quanto con la fusione si realizza la confluenza dei patrimoni delle società partecipanti alla fusione in capo al medesimo soggetto giuridico (l'incorporante, nell'ipotesi di fusione per incorporazione, o la società risultante dalla fusione, nell'ipotesi di fusione per unione). Non a caso, nel secondo capitolo si è voluta delineare la situazione italiana ante riforma Vietti (D. Lgs. 6/2003), con la quale il legislatore ha mutato radicalmente il quadro normativo italiano, anche in relazione al *merger leveraged buy-out*, che ha trovato la sua consacrazione nell'art. 2501-bis c.c. Prima di questo momento, che rappresenta una svolta per l'istituto del *merger leveraged buy-out*, illustri esponenti della dottrina si erano confrontati sul tema della liceità o meno di questa tecnica finanziaria di

importazione statunitense, come è stato ampiamente documentato nel secondo capitolo.

Nel capitolo successivo, la trattazione dell'istituto si è rivolta agli aspetti squisitamente tecnici dell'operazione, esaminando il *merger leveraged buy-out* da una prospettiva civilistica, contabile e fiscale.

Infine, il caso pratico presentato nel quarto capitolo ha consentito di osservare come trovino applicazione pratica le norme ed i principi civilistici e tributari che, in linea teorica, regolamentano l'operazione di *merger leveraged buy-out*. Nel caso esposto sono stati messi in risalto gli aspetti fiscali relativi ad ogni fase in cui si sviluppa l'operazione, in quanto essi rappresentano una delle tematiche più dibattute del *merger leveraged buy-out*.

Il presente lavoro offre, pertanto, un quadro dettagliato ed esauriente sull'istituto del *merger leveraged buy-out*, da un punto di vista giuridico, ma anche pratico. Come evidenziato nel primo capitolo, nonostante la crisi finanziaria abbia messo a dura prova il settore M&A, portando ad una significativa riduzione del volume delle operazioni di fusione ed acquisizione poste in essere nel triennio 2007-2009, già nel 2010 tale settore ha mostrato concreti segnali di recupero e, nell'ambito M&A, le acquisizioni realizzate mediante indebitamento la fanno da padrone. Pertanto, il tema del *merger leveraged buy-out* è sempre di grande attualità. Sin dalla sua comparsa, questo istituto ha visto esprimere, nei suoi confronti, le opinioni più disparate, che spaziano da una critica accesa e categorica dell'istituto, ad una difesa appassionata dello stesso. Tra tutti i giudizi negativi espressi, indicativa è la popolare frase pronunciata dall'allora Presidente della SEC (Securities and Exchange Commission)

John S. R. Shad, durante un discorso tenuto il 7 giugno 1984: «(...) major bankruptcies have resulted from the heavy debt incurred by companies engaged in aggressive acquisition programs. (...) The more leveraged takeovers and buyouts today, the more bankruptcies tomorrow»²³⁵.

Da quanto esposto nell'intero elaborato, risulta che il *leveraged buy-out*, inclusa la fattispecie del *merger leveraged buy-out*, è indubbiamente uno strumento di cui avvalersi con estrema cautela e prudenza: si tratta infatti di un complesso di operazioni, assemblate in modo ingegnoso, che devono essere realizzate da soggetti in possesso di estrema competenza in materia, al fine di evitare di incorrere nel rischio principale, che può derivare dal compimento di operazioni di questo tipo, consistente nel fallimento della società acquisita, che di norma è un'azienda che, fino al momento dell'acquisizione da parte della *newco*, gode di buona salute. Tuttavia, demonizzare in modo aprioristico la tecnica del *merger leveraged buy-out* può apparire avventato ed eccessivamente approssimativo. Come tutte le operazioni di finanza strutturata, il *leveraged buy-out* si distingue per l'elevato grado di complessità che lo caratterizza: pertanto, come tutte le operazioni di questo tipo, la negatività non risiede tanto nell'operazione in sé, quanto piuttosto nelle intenzioni di chi si avvale dello strumento. Un utilizzo sconsiderato di una tecnica di questo tipo può, senza dubbio, condurre a risultati riprovevoli, ma questo non giustifica una presa di posizione necessariamente ostile nei confronti del *merger leveraged buy-out*: dunque, assumendo le idonee accortezze, l'istituto in esame può essere impiegato in modo intelligente e proficuo, per tutte le parti coinvolte nell'operazione.

²³⁵ Il discorso integrale è consultabile sul sito della Sec: www.sec.gov

Bibliografia

Riviste

Accinni Giovanni Paolo, “Operazioni di *leveraged buyout* ed un preteso caso di illiceità penale”, Giuffrè, Rivista delle Società, 2001, 1, pagg. 193-210

Afferni Vittorio, “Invalidità della fusione e riforma delle società di capitale”, Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 2009, 2

Albanese Antonio, “Operazioni sulle azioni proprie (e *leveraged buy out*) nel nuovo diritto societario”, CEDAM, Contratto e impresa, 2007, 2

Albanese Antonio, “Azioni o quote proprie e divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.”, Utet giuridica, La Responsabilità civile, 2005, 6

Allen Micheal, Israel Shaked, “A Case Study of a Complex Leveraged Buyout”, Financial Analysts Journal, 1991, 47, 5, pag. 15 ss.

Andreani Giulio, Tubelli Angelo, “Sono elusive le operazioni di *merger leveraged buyout*?”, Ipsoa, Corriere tributario, 2011, 7, pag. 524 ss.

Baker PAG George, “Beatrice: A Study in the Creation and Destruction of Value”, The Journal of Finance, 1992, Vol. XLVII, 3

Bartlett Sarah, “A Corporate Milestone; RJR Nabisco Bid Gives New Respectability To Giant Deals Financed With Huge Debt”, New York Times, 26 ottobre 1988

Bernardi Maurizio, “Legittimità delle operazioni di *leveraged buy out*”, Il Sole 24 Ore, Diritto e pratica delle società, 2003, 9, pag. 44 ss.

Bernardi Maurizio, “Un nuovo futuro per il *leveraged buy out*?”, Rivista AIAF (Associazione italiana analisti finanziari), 2001, 41, pagg. 33-45

Bertini Bruno, “LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli USA”, Cedam, Contratto e impresa, 2000, 3, pagg. 1431-1459

Bignami Michele, “Il *leveraged buy out* e la riforma del diritto societario. Spunti di riflessione”, Giuffrè, Rivista dei dottori commercialisti, 2003, 6, pagg. 1251-1273

Bonissoni Angelo Rocco, “*Leveraged buy out*: riflessioni e prospettive future”, Il Sole 24 Ore, Diritto e pratica delle società, 2010, 2, pag 22 ss.

Brooks Nancy Rivera, “Buyout OKd: Safeway Says Closings Hinge on Union Talks”, Los Angeles Times, 25 novembre 1986

Bruno A. Niccolò, “Divieto di assistenza finanziaria e operazioni di *merger leveraged*”, Il Sole 24 ore, Diritto e pratica delle società, 2006, 17

Bruno A. Niccolò, “Il *leveraged buy out* nella casistica giurisprudenziale”, Giuffrè, Banca Borsa Titoli di credito, 2002, 6, pagg. 807-830

Busani Angelo, “*Leveraged buy out*”, Notariato, 2002, 5, pag. 512 ss.

Busani Angelo, “Liceità delle operazioni di *leveraged buy out*”, Il Sole 24 Ore, Diritto e pratica delle società, 2003, 3, pag. 35 ss.

Camilletti Francesco, “Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c.d. *merger leveraged buy out*”, Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1994, pagg. 144-154

Cannavale Ugo, Locorotondo Liana, “Deducibilità degli interessi passivi da Mlbo: Agenzia delle Entrate e giurisprudenza a confronto”, Ipsoa, Azienda Fisco, 2011, 9, pag. 41 ss.

Capparella Giuseppe, “Le operazioni di *merger leveraged buyout* nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata”, Ipsoa, Notariato, 2008, 5, pag. 1029 ss.

Caragnano Roberta, Caruso Germana, “L’ESOP, uno strumento per l’impresa minore”, Dossier ADAPT (Associazione per gli Studi Internazionali e Comparati sul Diritto del lavoro e sulle Relazioni Industriali), 2010, 1

Carera Barbara, “Le operazioni di *leveraged buy out*”, Il Sole 24 Ore, Diritto e pratica delle società, 2005, 8, pag. 52 ss.

Carone Marco, “Le operazioni di *merger leveraged cash-out*: il labile confine tra rischio ed illegittimità”, Ipsoa, Rivista delle Società, 2011, 2, pagg. 180-193

Carrière Paolo, “Condizioni di liceità del *leveraged buy out*”, Il Sole 24 Ore, Diritto e pratica delle società, 2004, 19, pag. 24 ss.

Carrière Paolo, “Il *leveraged financing* e il *project financing* alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti”, Ipsoa, Rivista delle Società, 2003, 5

Carrière Paolo, “La nuova disciplina dell’assistenza finanziaria”, *Rivista delle Società*, Ipsoa, 2010, 1

Cartolano Francesco, Filograna Emanuele, “Un falso precedente in tema di «leveraged buy-out»”, *Zanichelli, Foro Italiano*, 2000, 2, pag. 403

Chieffi Ilaria, “Il *leveraged buy out* nell’ordinamento italiano”, *Giuffrè, Giurisprudenza commerciale*, 1992, Vol. II, pagg. 993-1014

Cincotti Cristiano, “Sulla *ratio* del divieto di assistenza finanziaria”, *Giuffrè, Giurisprudenza commerciale*, 2010, 6, pag. 1106 ss.

Clementi Maurizio, Bancone Vincenzo, “*Leveraged buy-out*: ora è più legittimato”, *Ipsoa, Amministrazione & Finanza*, 2003, 6

Clerici Colombo, Nota bibliografica a: Massime della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, *Ipsoa, Notariato*, 2011, 4, pag. 485 ss.

Conca Valter, “Il mercato del *private equity* e degli lbo”, *Etas, Economia & management*, 2011, 1

Crespi Alberto, “Disposizioni penali in materia di società e consorzi”, *Giuffrè, Rivista delle società*, 1996, 2-3, pagg. 550-572

Crisari Luigi, “La rilevanza penale dei negozi inquadrabili nello schema del *leveraged buy-out* dopo la riforma del diritto societario”, *Cassazione penale*, 2007, 9

Demuro Ivan, “L’assistenza finanziaria nell’acquisto di azioni proprie”, *Giuffrè, Giurisprudenza commerciale*, 2010, 2, pag. 229 ss.

Dessy Alberto, “L'impatto del *leveraged buy out* su azionisti e *stakeholder*: l'evidenza empirica in Italia”, Etas, Economia & management, 2010, fascicolo 4, pagg. 65-87

Dezzani Flavio, “Corte di Cassazione: il *leveraged buy out* (o LBO) è illecito”, Il Fisco, 2000, 34

Dezzani Flavio, Dezzani Luca, “Direzione Regionale delle Entrate Veneto 19 gennaio 2011”, Ipsoa, Il Fisco, 2011, 13, pag. 1985 ss.

Dolmetta Angelo Aldo, “Il *merger leveraged buy out* nella legge delega n. 366/2001: la *target* da s.p.a. a s.r.l.”, Ipsoa, Corriere giuridico, 2002, 2

EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association), “2010 EVCA Buyout Report. An EVCA Research Paper – October 2010”

Facchin Nicola, “Il *leveraged buy-out* nella riforma del diritto societario: riflessione generale sul fenomeno prima analisi del nuovo art. 2501-*bis* del codice civile”, Eti-DeaProfessionale, Impresa commerciale industriale, 2003, 10

Ferranti Gianfranco, “Modifiche alla disciplina degli interessi passivi”, Ipsoa, Corriere tributario, 2007, 46, pag 3759 ss.

Ferrarini Guido, “Valore per gli azionisti e governo societario”, Ipsoa, Rivista delle Società, 2002, 2-3

Fisher M. Lawrence, “Safeway Buyout: A Success Story”, New York Times, 21 ottobre 1988

Flora Paola, “Quali conseguenze per le operazioni di *leveraged buy-out* e *private equity*?”, Ipsoa, Amministrazione & Finanza, 2008, 2, pag. 41 ss.

Fontana Filippo, “Profili tributari del «leveraged buy out»”, Ipsoa, Rivista di Giurisprudenza Tributaria, 2006, 11

Frignani Aldo, “Il *leveraged buy out* nel diritto italiano”, Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1989, Vol. I, pagg. 419-429

Gaetano Giuliano, “Fusione con indebitamento e *leveraged buy out*”, Notariato, 2007, 3, pag. 319 ss.

Galletti Danilo, “*Leveraged buy out* ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie”, Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 2008, Volume 35, Fascicolo 3, Parte 1, pagg. 433-447

Giaconia Massimo, “Gli aspetti fiscali della nuova disciplina del *leveraged buyout*”, Ipsoa, Corriere tributario, 2003, 36

Giansiracusa Carmelo, “Come cambiano le operazioni di *leveraged buy out* dopo la riforma?”, Ipsoa, Amministrazione & Finanza, 2004, 22

Lombardi Giuseppe, “Riflessioni a margine di un’operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e *merger leveraged buy-out*”, Ipsoa, Corriere giuridico, 2003, 2

Malguzzi Alfredo, “La disciplina del *leveraged buy-out* dopo la riforma del diritto societario”, Giuffrè, Rivista dei dottori commercialisti, 2005, volume 56, fascicolo 6, pagg. 1035-1056

Marabini Federica, “Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: *leveraged buy out* legalizzato?”, Giurisprudenza italiana, 2006, 10

Martellani Raffaella, “La legittimità contrastata del *leveraged buy out*”, Ipsoa, Corriere tributario, 2004, 4

Michelutti Riccardo, Prampolini Andrea, “Limite del patrimonio netto al riporto di perdite e interessi passivi nella fusione”, Ipsoa, Corriere tributario, 2011, 27, pag. 2220 ss.

Migliavacca Gian Marco, “Il *Family buy out*: analisi di un caso”, Rivista AIAF (Associazione italiana analisti finanziari), 2004, 50, pag. 45-54

Montalenti Paolo, “*Leveraged buyout*: una sentenza chiarificatrice”, Utet giuridica, Giurisprudenza italiana, 1999, pagg. 2105-2110

Morano Alberto, “*Leveraged buy out* nelle operazioni di fusione dopo la riforma”, Notariato, 2005, 6, pag. 653 ss.

Pallini Michele, “Il *leveraged buy out* alla luce della riforma del diritto societario”, Il Sole 24 Ore, Diritto e pratica delle società, 2002, 14/15, pag. 25 ss.

Pace Massimiliano, “La disciplina del *leveraged buy out*”, Ipsoa, PMI, 2004, 12, pag. 12 ss.

Pardolesi Roberto, “*Leveraged buy out*: non è fuori legge – Il commento”, Ipsoa, Corriere giuridico, 1992, 10, pagg. 1133-1138

Pardolesi Roberto, “*Leveraged buy out*: una novità a tinte forti (o fosche?)”, Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1989, Vol. I, pagg. 402-418

Pennesi Maricla, Spina M. Ferdinando, “*Leveraged buy-out*: novità della riforma del diritto societario”, Eti-DeaProfessionale, Impresa commerciale industriale, 2002, 1

Perotta Riccardo, “Le diverse modalità di attuazione della fusione e della scissione inversa”, Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 2007, 1, pagg. 14-39

Petrone Luca Maria, “Il giusto equilibrio del legislatore italiano nel dare definitivo ingresso al *merger leveraged buy out* (o MLBO), Utet giuridica, Obbligazioni e contratti, 2009, 3

Pezzetta Marco, “*Leveraged buy out, Merger leveraged buy out* e nuova disciplina dell’assistenza finanziaria”, Ipsoa, Il fisco, 2009, 42, pag. 6973 ss.

Piazza Marco, “La giurisprudenza individua gli indici immuni da elusione nel *leverage buy out*”, Ipsoa, Corriere tributario, 2011, 22, pag. 1807 ss.

Picone Luca, “Il *leveraged buy out* nella riforma del diritto societario”, CEDAM, Contratto e impresa, 2003, 3

Preite Disiano, “I *merger leveraged buy – outs* e gli artt. 2357 e 2358 c.c.”, Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 1993, 1, pagg. 104-125

Reboa Marco, “Le operazioni di *leveraged buy out* e l' art. 2501-bis: prime considerazioni”, Giuffrè, Rivista dei dottori commercialisti, 2003, 6, pagg. 1203-1249

Ricci Lucio, Campolo Giuseppe, “Applicabilità della norma anti-elusiva all’operazione di *merger leveraged buy out* posta in essere da un soggetto non residente”, CEDAM, Diritto e pratica tributaria, 2003, 1

Richter Mario Stella jr., “Novità in tema di acquisto delle proprie azioni”, Giuffrè, Rivista delle società, 2009, 2-3, pag. 286 ss.

Roggi Oliviero, Ingenito Vittoria, “Il fenomeno del *Secondary Buy Out* in Italia nel 2006, un’anomalia nello sviluppo del *private equity*? Evidenze empiriche e prime

riflessione sul modello interpretativo”, Studi e Note di Economia, 2008, 3, pagg. 525-543 (disponibile sul sito www.mps.it)

Salafia Vincenzo, “Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l’art. 2501-*bis* c.c.”, Ipsoa, Le Società, 2009, 5, pag. 575 ss.

Salafia Vincenzo, “La società di revisione e la fusione prevista dall’art. 2501-*bis* c.c.”, Ipsoa, Rivista delle Società, 2010, 12, pagg. 1479-1481

Sangiovanni Valerio, “Fusione di società e opposizione dei creditori”, Ipsoa, Contratto e impresa, 2010, 6, pag. 1348 ss.

Sangiovanni Valerio, “Indebitamento, acquisizione e fusione: il *merger leveraged buy out*”, Ipsoa, Le Società, 2010, 8, pagg. 959-970

Schlesinger Paolo, “*Merger leveraged buy out* e riforma societaria”, Ipsoa, Corriere giuridico, 2003, 6

Scoditti Enrico, “Il caso Farmitalia fra «*leveraged buyout*» ed acquisto di azioni proprie per interposta persona”, Zanichelli, Foro Italiano, 1993, 2, pag. 168 ss.

Soldati Nicola, “*Leveraged buy out*: la posizione dei soci di minoranza”, Il Sole 24 Ore, Diritto e pratica delle società, 2002, 5, pag. 12 ss.

Spolidoro Marco Saverio, “Incorporazione della controllante nella controllata e «*leveraged buy out*»”, Ipsoa, Le Società, 2000, 1

Spolidoro Marco Saverio, “Legalismo e tutela dei diritti: *leveraged buy out* e *leveraged cash out* nel nuovo diritto delle società”, Ipsoa, Rivista delle società, 2008, volume 53, fascicolo 5

Stesuri Aldo, “La *thin cap* nelle operazioni di *leveraged buy out*”, Ipsoa, Azienda & fisco, 2005, 17, pag. 49 ss.

Stesuri Aldo, “*Leveraged buy out* nella prassi societaria e fiscale”, Il Sole 24 Ore, Diritto e pratica delle società, 2003, 20, pag. 38 ss.

Superti Furga Ferdinando, “Il *merger leveraged buy-out* nella prospettiva di riforma del diritto societario”, Giuffrè, Rivista dei dottori commercialisti, 2005, 6

Tedeschini Francesco, Ginevri Sacco Andrea, “La nuova disciplina dei conferimenti in natura e dell’assistenza finanziaria nelle S.p.A.: primi spunti applicativi”, Giuffrè, Giurisprudenza commerciale, 2009, 1, pag. 58 ss.

Tundo Francesco, “Il «*Merger leveraged buy out*» tra valide ragioni economiche e disposizioni antielusive”, Ipsoa, Corriere tributario, 2011, 17, pag. 1411 ss.

Visentin G. Graziano, “Fusione inversa e azioni proprie”, Ipsoa, Il fisco, 2008, 46, pag. 8248 ss.

Yoshihara Nancy, “Beatrice to Be Acquired by Kohlberg: \$6 – Billion Leveraged Buy-Out Accord Is Biggest in History”, 15 novembre 1985, Los Angeles Times

Zanetti Enrico, “Fusioni a seguito di acquisizione con indebitamento: ambito di applicazione della procedura «rafforzata» ex art. 2501-*bis* c.c.”, Ipsoa, Il fisco, 2010, 47, pag. 7638 ss.

Libri

Accinni Giovanni Paolo, “Profili penali nelle operazioni di *leveraged – management buyout*”, Giuffrè, Raccolta di studi di diritto penale, 1996, 54

Adducci Edoardo, Sparano Roberto, “I profili legali dell’operazione di MLBO. L’acquisizione di società mediante indebitamento”, Halley editrice, 2006

AIFI (Associazione italiana degli investitori istituzionali nel capitale di rischio), “L’impatto economico delle operazioni di *buy-out*”, 2001

AIFI, “L’impatto economico dei *management leveraged buy – out* = The economic impact of management leveraged buy-out”, 2001

AIFI, “*Private equity* ed economia italiana”, Convegno annuale – 21 marzo 2011

Associazione Disiano Preite, “Il diritto delle società”, a cura di Olivieri Gustavo, Presti Gaetano, Vella Francesco, Il Mulino, 2004

Balducci Daniele, “La valutazione dell’azienda”, FAG, 2003, pagg. 487-491

Barba Vincenzo, “Profili civilistici del *leveraged buy out*”, Giuffrè, Pubblicazioni del Dipartimento di diritto privato e comunitario (Università degli studi La Sapienza, Roma), 2003, 23

Bartoli Furio, “Il rendiconto finanziario dei flussi di liquidità”, Franco Angeli, 2008.

Baseggio Luca, “Finanza d’impresa al bivio”, Franco Angeli, 2004

Bassi Antonio, Tagliafico Moira, “*Project Manager* al lavoro: strumenti e tecniche”, Franco Angeli, 2010

Bonissoni Angelo Rocco, “*I transaction costs* e le fusioni nelle operazioni di *leverage buy out*: profili civilistici, contabili e fiscali”, Il Sole 24 ore, I manuali di Guida al diritto, 2009

Buono Domenico, Carrara Stefano, Giannone Andrea, Vaschetto Elena, “Fusioni e scissioni. Norme antielusive, bonus aggregazioni, affrancamento a pagamento”, Ipsoa, Temi di Reddito d’impresa, 2008

Cacchi Pessani Stefano, “La tutela dei creditori nelle operazioni di *merger leveraged buy-out*: l’art. 2501-bis e l’opposizione dei creditori alla fusione”, Giuffrè, Quaderni di Giurisprudenza commerciale, 2007, 301

Canessa Nicola, “*Family governance*: la continuità dell’impresa. Il passaggio generazionale”, Ipsoa, 2006, pagg. 184-193

Bruining Hans, Wright Mike, “Private equity and management buy-outs”, Edward Elgar Publishing, 2008

Casucci Paolo, Lantino Salvatore, Limido Giuseppe, “Acquisizioni di aziende e partecipazioni. Aspetti legali e tributari”, Ipsoa, 2010, pagg. 41-43

Ceradini Claudio, Rossi Andrea, Valentini Annalisa, Bendinelli Nicola, “Fusione e scissione delle società”, Maggioli Editore, 2008

Civerra Enrico, “Le operazioni straordinarie: aspetti civilistici, contabili e procedurali”, Ipsoa, 2008

Clementi Maurizio, Luschi Giovanni, Tron Alberto, “Le operazioni di *leveraged buy out*. Aspetti legali, tributari e finanziari”, Ipsoa, 2006

Confalonieri Marco, “Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società”, Gruppo 24 ore, I Manuali di guida al diritto, 2011

Cremona Giovanni, Monarca Paolo, Tarantino Nicola, “Il manuale delle operazioni straordinarie”, Ipsoa, 2006

Damodaran Aswath, “Finanza aziendale”, Apogeo, 2006

Frignani Aldo, “Factoring, leasing, franchising, venture capital, leveraged buy-out, hardship clause, countertrade, cash and carry, merchandising, know-how”, Giappichelli, 1996

Messina Domenico, “Il *merger leveraged buy out*”, Il Nuovo Diritto, 2009

Morano Alberto, “*Leveraged buy out*: aspetti finanziari, giuridici e contrattuali”, Ipsoa informatica, 1989

Nicodemo Massimiliano, “Le operazioni straordinarie”, Utet giuridica, 2010

Picone Luca G., “Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del *leveraged buy out*”, Giuffrè, Quaderni di Giurisprudenza commerciale, 2001, 232

Savioli Giuseppe, “Le operazioni di gestione straordinaria”, Giuffrè, 2008

Tartaglia Ezio, “*Leveraged buyout*. Rischi ed opportunità”, Maggioli Editore, 2009

Tartaglia Ezio, “Master societario Spa e Srl” Maggioli editore, 2010, pagg. 281-290

Tullio Antonio, “La postergazione”, Cedam, 2009, pagg. 262-281

Zambelli Simona, “Il *Leverage buyout* in Italia: controversie e casi aziendali. Profili istituzionali e finanziari prima e dopo la riforma del diritto societario”, Aracne, 2004

Siti Internet

Sito Borsa Italiana S.p.A.

Sito La Repubblica:

Gianola Rinaldo, “Telecom, Opa da 100 mila miliardi”, 20 febbraio 1999

Modolo Gianfranco, “La fusione della Farmiterba sotto le lenti dei giudici milanesi”, 30 dicembre 1990

Penati A., “Chi guadagna nella fusione Tim-Telecom”, 7 dicembre 2004

Parola S., “Seat, la fabbrica dei soldi non c’è più”, 2 febbraio 2010

Pons Giovanni, “Autostrade: si alla fusione. A Benetton e soci il 25%”, 22 aprile 2006

Ruffolo Marco, “Apriamo le porte al *leveraged buy out*”, 23 novembre 1988

Zampaglione Arturo, “Nabisco, un piano costoso”, 23 ottobre 1988

Zampaglione Arturo, “Maxi-offerta per la Nabisco c’è un’OPA da 27.000 miliardi”, 25 ottobre 1988

Sito Corriere della Sera:

Malagutti Vittorio, “Omnitel, via libera a Mannesmann”, 25 marzo 1999

Mucchetti Massimo, “Fisco e Finanza. Il regalo sulla BNL e le scelte dell’Ulivo”, 4 settembre 2005

Zingales Luigi, “*Leveraged buyout* strumento utile. Non deve far paura”, 14 marzo 1999

Sito Il Sole 24 Ore:

D’Ascenzo Monica, “Fondi chiusi nella morsa del debito”, Il Sole 24 ore, 19 marzo 2011

Festa Carlo, “Faro della finanza sul private equity”, Il Sole 24 ore, 15 aprile 2011

Sito U.N.G.D.C. (Unione Nazionale Giovani Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili): Fondazione Centro Studi, Circolare n. 8, 28 maggio 2009

Sito Mediobanca

Sito SEC (Securities and Exchange Commission)

Giurisprudenza e Prassi

Sentenza Tribunale Civile Milano, 14 maggio 1992, caso Farmitalia – Montedison

Sentenza Tribunale Penale Milano, 18 settembre 1992, caso Farmitalia – Montedison

Sentenza Tribunale Perugia, 26 aprile 1993

Sentenza Tribunale Milano, 13 maggio 1999

Sentenza Tribunale Milano, 2 novembre 2000

Sentenza Cassazione. civile, sez. I, 11 dicembre 2000, n. 15599

Sentenza Tribunale Genova, 21 dicembre 2000

Sentenza Cassazione civile, sez. Tributaria, 3 febbraio 2010, n. 2440.

Ordinanza Cassazione civile, sez. Tributaria, 4 ottobre 2010, n. 20644

Sentenza Cassazione civile, sez. Tributaria, 21 gennaio 2011, n. 1372

Sentenza Commissione tributaria regionale di Milano, sez. XXXIV, 13 aprile 2011, n. 36

Risoluzione Agenzia delle Entrate – Direzione centrale normativa e contenzioso, 9 novembre 2001, n. 178/E

Risoluzione Agenzia delle Entrate – Direzione centrale normativa e contenzioso, 28 febbraio 2002, n. 62/E

Parere Comitato consultivo per l'applicazione delle norme antielusive, 8 maggio 2003, n. 4

Circolare Agenzia delle Entrate – Direzione centrale normativa e contenzioso, 4 agosto 2004, n. 36/E

Parere Comitato consultivo per l'applicazione di norme antielusive, 25 gennaio 2005, n. 2.

Circolare dell'Agenzia delle Entrate – Direzione centrale normativa e contenzioso, 17 marzo 2005, n. 11/E

Parere Comitato consultivo per l'applicazione di norme antielusive, 14 ottobre 2005, n. 31

Parere Comitato consultivo per l'applicazione di norme antielusive, 16 novembre 2005, n. 27

Circolare Agenzia Delle Entrate – Direzione centrale normativa e contenzioso, 19 febbraio 2008, n. 12/E

Risoluzione Agenzia delle Entrate – Direzione centrale normativa e contenzioso, 9 aprile 2009, n. 101/E

Circolare Agenzia delle Entrate – Direzione centrale normativa e contenzioso, 21 aprile 2009, n. 19/E

Comunicato stampa Direzione Regionale Entrate del Veneto, 19 gennaio 2011

Risoluzione Agenzia delle Entrate – Direzione centrale normativa e contenzioso, 9 maggio 2011, n. 54/E

Circolare IRDCEC, 14 settembre 2011, n. 24/IR