

IL MERGER LEVERAGED BUY-OUT: PROFILI TEORICI ED EVIDENZE EMPIRICHE

Il presente elaborato si propone di trattare l'istituto del *leveraged buy-out* (LBO), nella sua fattispecie più nota e diffusa, ovvero il *merger leveraged buy-out* (MLBO). Nel primo capitolo si esamina innanzitutto il concetto di *leveraged buy-out*: esso consiste in una tecnica finanziaria mediante la quale un soggetto mira ad acquisire una società, definita società obiettivo o *target*, reperendo le risorse finanziarie necessarie ai fini dell'acquisizione attraverso il ricorso all'indebitamento in misura preponderante, ed apportando di conseguenza capitale di rischio in misura molto ridotta. Di norma, questo processo di acquisizione si conclude con la fusione della società obiettivo e della società che ha posto in essere l'acquisizione (chiamata *newco*, in quanto è una società costituita *ad hoc*, ovvero con il fine esclusivo di realizzare l'acquisizione); soltanto in questo ultimo caso si può parlare, propriamente, di *merger leveraged buy-out*; tuttavia, essendo indubbiamente questa la variante più praticata, spesso l'espressione LBO viene utilizzata come sinonimo di MLBO.

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 preponderante: una di queste, ovvero la vicenda della "Rjr Nabisco", risalente al 1988, viene ampiamente trattata nel corso del primo capitolo,

proprio perché rappresenta uno dei primi e più significativi esempi di LBO della storia.

La tecnica del *leveraged buy-out* approda presto anche in Europa, facendo la sua comparsa in primo luogo nel Regno Unito (anni '80), e diffondendosi poi gradualmente nel resto d'Europa. L'arrivo di questa pratica nel nostro paese, alla fine degli anni '80, desta non poche polemiche, e dà vita ad un acceso dibattito, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza: pertanto, il secondo capitolo è finalizzato a trattare le principali posizioni – non sempre univoche – assunte sul tema proprio da dottrina e giurisprudenza. L'aspetto più dibattuto di questa tecnica finanziaria è la sua presunta incompatibilità con gli artt. 2357 e 2358 c.c., che disciplinano, rispettivamente, l'acquisto di azioni proprie e le operazioni di assistenza finanziaria. Sintetizzando, con riferimento all'art. 2357 c.c., parte della dottrina sosteneva che il MLBO fosse illegittimo, poiché poteva dar luogo ad un acquisto di azioni proprie potenzialmente in contrasto con quanto disposto dalla disciplina di cui all'art. 2357 c.c. Infatti tale disposizione civilistica ammette la possibilità per la società per azioni di acquistare azioni proprie, soltanto nel rispetto di alcune condizioni che, volendo schematizzare, si possono riassumere come segue:

- a) l'acquisto può essere realizzato «nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato»; b) possono essere oggetto dell'acquisizione esclusivamente «azioni interamente liberate»; c) deve intervenire un'apposita autorizzazione assembleare, in cui vanno specificate «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»;

d) nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, l'acquisto non può avvenire in misura superiore al 20% del capitale sociale, considerando anche le azioni detenute da società controllate (questa è la formulazione attuale della norma, così come modificata dal D.L. 5/2009; la versione originaria, infatti, non distingueva tra società che facevano e non facevano ricorso al mercato del capitale di rischio, e poneva un limite quantitativo più restrittivo, ovvero il 10% del capitale sociale, peraltro non includendo espressamente anche le azioni possedute dalle controllate). Tali requisiti devono sussistere anche nell'ipotesi di acquisto di azioni proprie realizzato tramite società fiduciaria o interposta persona: dunque, nel caso del MLBO, 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 rappresenta la quinta parte del capitale sociale). Con riferimento alla seconda norma civilistica citata, parte della dottrina riteneva che il *merger leveraged buy-out* violasse il divieto di assistenza finanziaria originariamente statuito dall'art. 2358 c.c., il quale poneva a carico della società un divieto assoluto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie, nonché di accettare azioni proprie in garanzia, neppure tramite società fiduciaria, o interposta persona (l'unica eccezione che era ammessa, comunque nel rispetto di determinate condizioni, concerneva l'ipotesi in cui l'operazione fosse effettuata «per favorire

l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate»). È opportuno evidenziare che il D. Lgs. 142/2008 ha profondamente riformato la disciplina in questione, ammettendo la possibilità per la società per azioni di accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, nel rispetto delle limitazioni enunciate nel medesimo art. 2358 c.c. Tuttavia, prima ancora che il legislatore intervenisse in merito alla disciplina dell'assistenza finanziaria, il dibattito sulla liceità o meno del *merger leveraged buy-out* ebbe una svolta in seguito all'introduzione, nel nostro sistema normativo, di una disposizione, adottata dal legislatore in conseguenza della Legge delega 366/2001, il cui art. 7 annoverava, tra i principi ed i criteri direttivi a cui doveva ispirarsi la riforma della disciplina della trasformazione, fusione e scissione, il seguente precetto: «prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli articoli 2357 e 2357-*quater* del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile». La norma che ha concretizzato questo criterio direttivo è stata l'art. 2501-*bis* c.c., frutto della riforma del diritto societario (D. Lgs. 6/2003), e rubricato proprio «Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento». L'introduzione di questo articolo ha sancito definitivamente la liceità del *merger leveraged buy-out* nel sistema giuridico italiano, dissipando quasi tutti i dubbi in merito alla compatibilità di quest'istituto con gli artt. 2357 e 2358 c.c. (che, come evidenziato,

sono stati modificati, rispettivamente dal D.L. 5/2009 e dal D. Lgs. 142/2008: in particolare l'art. 2358 c.c., a seguito delle modifiche apportate, risulta inserirsi in modo armonioso nel quadro delineato dal legislatore con l'art. 2501-*bis*, per cui sarebbe ormai risolto il dibattito relativo all'incompatibilità tra MLBO e divieto di assistenza finanziaria). L'art. 2501-*bis* c.c. rinvia alle disposizioni in materia di fusione, che prevedono la redazione di determinati documenti ai fini del compimento dell'operazione, quali: 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.), tutti e tre di competenza dell'organo amministrativo; a questi si aggiunge la relazione degli esperti (art. 2501-*sexies* c.c.).

Dopo aver esposto nel secondo capitolo le principali posizioni assunte in dottrina e giurisprudenza sul tema, il terzo capitolo si sofferma sulla struttura tipica del *merger leveraged buy-out*, ripercorrendo le quattro fasi in cui si articola, di norma, l'operazione, ed analizzando ognuno di questi stadi sotto il profilo civilistico, contabile e fiscale: 1) costituzione della *newco*, preposta a realizzare l'intera operazione; 2) assunzione, da parte della *newco*, del finanziamento strumentale a porre in essere l'acquisto della *target*; 3) acquisizione della partecipazione della società obiettivo (o dell'azienda, ipotesi tuttavia sporadica); 4) fusione di *target* e *newco*, che può avvenire per incorporazione della prima nella seconda (c.d. fusione diretta) o, viceversa, della controllante nella controllata (c.d. fusione inversa o *reverse merger*).

In particolare, sul piano civilistico viene ampiamente esaminato l'art. 2501-*bis* c.c. il quale, se da una parte

rinvia ai documenti redatti nell'ipotesi di "ordinaria" fusione, dall'altra parte prevede degli elementi aggiuntivi peculiari del *merger leveraged buy-out*: nello specifico, «[2] il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-*ter* deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione. [3] La relazione di cui all'articolo 2501-*quinquies* deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere. [4] La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-*sexies*, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma».

In relazione al secondo comma, il progetto di fusione, in aggiunta alle indicazioni che deve contenere nell'ipotesi di fusione "ordinaria", deve specificare le risorse finanziarie che saranno impiegate per ripianare il debito della società risultante dalla fusione: in questa prescrizione normativa è ravvisabile l'intento del legislatore di garantire la sostenibilità finanziaria dell'operazione.

Il terzo comma dell'art. 2501-*bis* rinvia alla relazione dell'organo amministrativo di cui all'art. 2501-*quinquies*, in virtù del quale «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. La relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio. Nella relazione devono essere segnalate le eventuali difficoltà di

valutazione». Quando nell'art. 2501-*bis* il legislatore prevede che nell'ipotesi di MLBO gli amministratori illustrino «le ragioni che giustificano l'operazione», apparentemente sembrerebbe che ribadisca quanto già prescritto nell'art. 2501-*quinquies* c.c. suseposto; tuttavia, in realtà, mentre nell'ipotesi di fusione “ordinaria” la relazione dell'organo amministrativo deve motivare la sola operazione di fusione, nell'ipotesi di MLBO si chiede di giustificare l'intera operazione: dunque, non soltanto l'operazione di fusione, ma anche l'indebitamento e l'acquisizione che precedono la fusione. Infine, in aggiunta a questi obblighi, il legislatore pone a carico degli amministratori anche l'onere di redigere un piano economico e finanziario, con l'indicazione delle fonti da cui saranno attinte le risorse finanziarie funzionali a rimborsare il debito: esse comprendono, di norma, i flussi di cassa attesi della *target*, i proventi derivanti dal compimento di operazioni straordinarie (quali dismissioni di cespiti o di rami aziendali non strategici: il c.d. *asset stripping*), l'emissione di prestiti obbligazionari e l'aumento di capitale sociale della *target* da collocarsi sul mercato. La predisposizione del piano economico e finanziario presuppone dunque una valutazione dell'andamento futuro della società; si comporrà, pertanto, di una parte quantitativa e di una qualitativa-descrittiva., ed abbraccerà un lasso temporale piuttosto ampio, coerente con la durata del finanziamento. Infine, nel piano economico e finanziario l'organo amministrativo dovrà specificare gli obiettivi che si intende perseguire, ovvero le ragioni di carattere industriale e/o commerciale che sono alla base dell'operazione (ad esempio, il raggiungimento di sinergie).

Il comma 4 dell'art. 2501-*bis* rimanda all'art. 2501-*sexies*, in base al quale, nell'ipotesi di “normale” fusione, «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» (comma 1); 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). Poiché una corretta determinazione del rapporto di cambio è di fondamentale importanza, il legislatore coinvolge nella procedura soggetti in possesso di requisiti di indipendenza e competenza: «l'esperto o gli esperti sono scelti tra i soggetti di cui al primo comma dell'articolo 2409-*bis* c.c. e, se la società incorporante o la società risultante dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società. Se la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto tra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. In ogni caso, le società partecipanti alla fusione possono congiuntamente richiedere al tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione o quella incorporante la nomina di uno o più esperti comuni» (art. 2501-*sexies*, commi 3 e 4, c.c.). L'ultimo comma dell'articolo in esame conferisce ai soci la facoltà di rinunciare – purché la rinuncia sia fatta all'unanimità – alla relazione dell'esperto. A

questo proposito, è stato 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), in quanto «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». (Massime della Commissione Società Consiglio notarile di Milano). Inoltre, sotto il profilo del contenuto, nel caso di *merger leveraged buy-out* la relazione degli esperti, oltre alle "ordinarie" asserzioni di cui all'art. 2501-*sexies* c.c., deve 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).

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.).

Oltre agli aspetti prettamente giuridici, il capitolo III si sofferma diffusamente anche sugli aspetti di natura fiscale caratteristici del *merger leveraged buy-out*, in particolare su: a) la disciplina del riporto delle perdite pregresse, ovvero le perdite delle società partecipanti alla fusione (inclusa la società incorporante), che per espressa previsione legislativa si applica anche agli interessi passivi; b) le norme inerenti alla deducibilità degli interessi passivi. Sono state affrontate in modo

approfondito queste due tematiche sulla base della considerazione che gli interessi passivi, stante la struttura stessa dell'operazione di *merger leveraged buy-out*, rappresentano una componente fisiologica ed inevitabile del processo di acquisizione realizzato mediante ricorso all'indebitamento. Per quanto attiene al primo punto, si sottolinea che il legislatore impone la compresenza di condizioni e limiti quantitativi al fine di realizzare il riporto delle perdite pregresse delle società partecipanti alla fusione¹. 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 D.P.R. 917/1986 (Testo Unico in

¹ A titolo informativo, 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.

materie di imposte sui redditi: d'ora in poi, "Tuir") prevede che le perdite pregresse siano riportabili se le società a cui si riferiscono superano il cosiddetto test di vitalità, prescritto dal legislatore per accertare l'operatività di queste imprese: 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. 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 bilancio o, se inferiori, dalla situazione patrimoniale di cui all'art. 2501-*quater* c.c., depurati dei conferimenti e dei versamenti effettuati nei ventiquattro mesi precedenti (prescrizione disapplicabile su istanza *ex art. 37-bis* («Disposizioni antielusive»), comma 8, D.P.R. 600/1973).

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 società incorporante possa portare in diminuzione dai propri redditi, successivamente alla fusione, delle perdite che abbiano già concorso a determinare una svalutazione della partecipazione, con conseguente duplicazione degli effetti», come rilevato dall'Agenzia delle Entrate nella Circolare n. 12/E, del 19 febbraio 2008.

Il riporto degli interessi passivi è assoggettato alla medesima disciplina e quindi anche agli stessi limiti imposti per il riporto delle perdite pregresse, 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. 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".

Per quanto attiene al secondo punto, ovvero ai fini della deducibilità degli interessi passivi, si applica la disciplina di cui all'art. 96 del Tuir, il quale pone limitazioni alla deduzione di questa componente negativa di reddito. In particolare, ai sensi del primo comma, gli interessi passivi «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 lordo [ROL] della gestione caratteristica. La quota del risultato operativo lordo 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».

Nel capitolo III è dedicato ampio spazio anche a vari documenti di prassi, nonché a diverse pronunce giurisprudenziali, attinenti alla questioni “fiscali” del *merger leveraged buy-out*.

Infine, nel quarto capitolo si riporta un caso pratico di *merger leveraged buy-out*, relativo ad un'operazione effettivamente realizzata in Italia, nel biennio 2007-2008 (“Progetto Teta”). Il caso viene esposto sulla base della documentazione preliminare realmente utilizzata a supporto dell'operazione; è stata mantenuta la struttura originaria del documento, segnalando in nota gli eventuali cambiamenti apportati dal legislatore nella disciplina applicabile all'operazione. Il caso di MLBO esaminato è strutturato in tre fasi: *pre-Closing*, *Closing* e *dopo il Closing*, dove per *Closing* si intende la data di acquisto da parte della *newco* (Società B) della partecipazione totalitaria della *target* (Società Teta).

Con riferimento al primo stadio, viene illustrato l'assetto societario della società obiettivo antecedente al *Closing*: Teta era partecipata principalmente da due società, Beta ed Alfa, rispettivamente nella misura del 51,71% e del 47,82%; il capitale sociale residuo (0,47%) era detenuto da due persone fisiche, che sono indicate con il generico termine “Altri”. Come evidenziato in precedenza, la prima fase in cui si articola un'operazione di MLBO consiste nella

costituzione della *newco*: nel caso analizzato, il soggetto promotore dell'operazione è il Fondo Gamma, uno dei maggiori fondi di *private equity* attivi nel contesto italiano, gestito dalla relativa SGR (società di gestione del risparmio) Gamma. È dunque Fondo Gamma che costituisce, nel novembre 2007, tramite il proprio veicolo societario Società Y, la Società A, dotandola del capitale sociale minimo previsto per la società per azioni. A sua volta Società A, nello stesso mese, procede alla costituzione di Società B, sempre con capitale sociale minimo (anche in questo caso, si tratta di s.p.a.). Società Y delibera poi un aumento di capitale, che viene sottoscritto e versato, con il sovrapprezzo, oltre che da Gamma (per il 57,58%), da altri due fondi di *private equity*: Fondo I (per il 24,24%) e Fondo H (per il restante 18,18%). Al termine di quest'operazione, Società Y può contare su un patrimonio netto pari ad €k 165.000.

La fase del *Closing*, previsto per maggio 2008, racchiude i due stadi centrali dell'operazione di *merger leveraged buy-out*, ovvero il finanziamento contratto dalla *newco* e l'acquisizione della partecipazione della società obiettivo. Nel caso analizzato, il reperimento delle risorse finanziarie funzionali all'acquisizione di Teta avviene secondo i seguenti passaggi: Società A aumenta il capitale sociale, che viene sottoscritto e versato, con il sovrapprezzo, da Società Y (in misura pari al 40% del patrimonio netto), da Banca P (per il 15%) e da due soci originari della *target* Teta, ovvero Società Alfa (per il 44,32%) ed Altri (per lo 0,68%). Al termine di quest'operazione, Società A può contare su un patrimonio netto pari ad €k 411.700. Incrementato il proprio patrimonio, Società A effettua un versamento

in conto capitale in Società B, che garantisce a quest'ultima un patrimonio netto di €k 411.700; inoltre, Società B ottiene finanziamenti da Banca M (per un importo complessivo pari ad €k 144.000) e da Società Alfa (per un importo complessivo pari ad €k 50.000). Con le risorse così ottenute (€k 605.700, composti in questo modo: patrimonio netto €k 411.700, Finanziamenti di Banca M €k 144.000, Finanziamento di Società Alfa €k 50.000), Società B acquista il pacchetto totalitario di Teta da Beta, Alfa ed Altri, per un importo pari ad €k 600.000; Società Delta, detenuta interamente da Teta, utilizzerà finanziamenti ottenuti da Banca M (pari ad €k 131.000) per rifinanziare il debito a medio termine (€k 124.700) esistente nella società: pertanto, entrambe le Società (B e Delta) possono contare su un ammontare di flussi finanziari derivanti dai finanziamenti ottenuti superiore a quello previsto rispettivamente per l'acquisto della partecipazione di Teta e per rifinanziare il debito a medio termine: l'eccedenza verrà utilizzata per pagare i costi di transazione, stimati in massimi €k 12.000. Al momento del *Closing* vengono costituite varie garanzie, che sono elencate in un apposito allegato: a titolo esemplificativo, viene costituito pegno sulle azioni di Società B, Teta, Delta e sui marchi del Gruppo (in particolare, sul marchio di Società Delta).

Infine, dopo il *Closing*, Società A procede alla fusione per incorporazione di Società B, Teta e Delta, modificando la propria denominazione in Società Delta S.p.A.: si tratta quindi di una fusione diretta, dal momento che è la controllante ad incorporare le partecipate.