

**Gianluca Pallini**

**IL LEVERAGED BUYOUT  
NELL'ORDINAMENTO  
GIURIDICO ITALIANO  
ED IN ALTRI  
ORDINAMENTI**

**Un'analisi comparata  
giuridica ed economica**

**FrancoAngeli**

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con **Adobe Acrobat Reader**



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile **con Adobe Digital Editions**.

Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.





La presente pubblicazione è stata realizzata con il contributo di

**GP LAMBERT**

ADVISORY FIRM

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

**Gianluca Pallini**

**IL LEVERAGED BUYOUT  
NELL'ORDINAMENTO  
GIURIDICO ITALIANO  
ED IN ALTRI  
ORDINAMENTI**

**Un'analisi comparata  
giuridica ed economica**

**FrancoAngeli**

Copyright © 2023 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

*A Lamberto ed alla mia Famiglia*



# INDICE

<b>Introduzione</b>	pag.	9
<b>1. Descrizione ed inquadramento dei <i>leveraged buyout</i></b>	»	13
1.1. Profili introduttivi	»	13
1.2. Origine e diffusione delle operazioni di <i>leveraged buyout</i>	»	18
1.3. <i>Leveraged buyout</i> e possibili varianti	»	23
1.4. Brevi considerazioni economiche su benefici e rischi dei <i>leveraged buyout</i>	»	30
<b>2. Il <i>leveraged buyout</i> in altri ordinamenti</b>	»	38
2.1. Profili introduttivi	»	38
2.2. Sistemi di <i>civil law</i> e di <i>common law</i> (cenni)	»	42
2.3. Il <i>leveraged buyout</i> in altri ordinamenti	»	49
<b>3. Il <i>merger leveraged buyout</i> in dottrina e nella giurisprudenza in Italia</b>	»	73
3.1. Sulla liceità dei <i>merger leveraged buyout</i>	»	73
3.2. Gli orientamenti antecedenti la riforma del diritto societario del 2003	»	76
3.3. La riforma del diritto societario e il nuovo art. 2501 <i>bis</i> c.c.	»	90
3.4. La modifica dell'art. 2358 c.c.	»	96
3.5. Profili penali (cenni)	»	102
3.6. Profili fiscali (cenni)	»	108

<b>4. Le disposizioni civilistiche dei <i>merger leveraged buyout ex art. 2501 bis c.c.</i></b>	pag.	118
4.1. Art. 2501 <i>bis</i> c.c.: tratti somatici della fattispecie ed ambiti di applicazione	»	118
4.2. Il rapporto dialettico tra art. 2501 <i>bis</i> c.c. e art. 2358 c.c.	»	132
4.3. I documenti predisposti dall'organo amministrativo, la relazione degli esperti e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti	»	140
<b>Considerazioni conclusive</b>	»	162
<b>Indice delle opere citate</b>	»	169
<b>Indice della giurisprudenza</b>	»	179
1. Giurisprudenza Italiana	»	179
2. Giurisprudenza Comunitaria	»	180
3. Giurisprudenza straniera	»	180

## INTRODUZIONE

La creazione di un mercato globale, il contestuale abbattimento di ostacoli allo scambio economico-commerciale ed il conseguente aumento del livello di competitività tra imprese hanno, da un lato, messo in contatto il nostro ordinamento con culture socio-economiche e giuridiche diverse, in particolare quella anglosassone, e, dall'altro, incentivato molte imprese italiane al perseguimento di obiettivi di sviluppo anche attraverso strategie di crescita esterna, con svariate modalità all'interno dell'ampio ventaglio di operazioni di natura societaria straordinaria, c.d. di *Mergers&Acquisitions* (M&A).

È in tale contesto che si colloca, a partire dagli anni novanta, la comparsa nella prassi societaria italiana delle operazioni di *leveraged buyout* che trovano oggi espresso riconoscimento nell'art. 2501 *bis* del codice civile, rubricato: «*Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*».

Questa tipologia di operazioni, di origine statunitense e oggi ampiamente consolidata e diffusa in tutto il mondo, ha generato non solo in Italia, un lungo ed acceso dibattito, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, in merito alla sua liceità. Inoltre, le caratteristiche e le peculiarità dei *leveraged buyout* hanno suscitato nella letteratura economica e finanziaria attente riflessioni con riferimento ai potenziali effetti espropriativi a danno di vari *stakeholder*.

Con il termine *leveraged buyout* si suole di norma indicare una serie di operazioni, interconnesse tra di loro e realizzate alternativamente attraverso vari strumenti giuridici, la cui caratteristica comune consiste nell'effettuare l'acquisizione di una società obiettivo o *target*, o di un suo ramo d'azienda, attraverso l'utilizzo della "leva finanziaria", sfruttando la capacità di indebitamento di detta società.

Quale che siano le modalità specifiche con le quali l'operazione venga realizzata, ciò che generalmente contraddistingue ed accomuna qualunque

operazione che dicasi di *leveraged buyout* risulta essere: (i) il cambio di proprietà delle azioni della società acquisita (o azienda o del ramo della stessa); (ii) l'utilizzo di indebitamento finanziario contratto a tale scopo, tal che, ad acquisizione effettuata, il rapporto di indebitamento risultante *post* acquisizione risulti essere più elevato di quanto non fosse prima dell'operazione e (iii) l'affidamento alla capacità prospettica dell'entità acquisita per il rimborso dell'indebitamento contratto.

Senza la pretesa di addivenire ad una esaustiva e dettagliata disamina, per la quale si rimanda alla più autorevole dottrina in materia, il presente elaborato si propone di realizzare un'analisi dei principali aspetti societari con riferimento all'istituto del *leveraged buyout* nell'ordinamento giuridico italiano, e nello specifico del *merger leveraged buyout*, una particolare modalità applicativa utilizzata più di frequente nella prospettiva societaria italiana.

Inoltre, confidenti che una comparazione tra diversi "sistemi legali" possa offrire un'interessante chiave di lettura di fenomeni giuridici domestici, ancor più con riferimento ad una tematica la cui genesi ha trovato ispirazione in ordinamenti per certi versi "distanti" dal nostro, nell'elaborato si procederà a trattare gli aspetti comparatistici salienti di alcuni ordinamenti specifici, quale quello statunitense, inglese e francese, che come vedremo presentano aspetti peculiari, per certi versi simili a quello italiano e per altri significativamente diversi.

Nel manuale si procederà, altresì, anche a ripercorre quelle che sono le principali evidenze empiriche riscontrate da parte della dottrina economica e finanziaria con riferimento ai possibili effetti espropriativi ed ai potenziali benefici economici generati.

Lo studio del *leveraged buyout* nel primo capitolo prende principio muovendo dalla ricostruzione storica di tale tecnica, per poi proseguire con l'identificazione delle sue principali varianti e terminare con un'esposizione delle principali considerazioni relative ai benefici ed ai rischi economici e finanziari di tali operazioni.

Nel secondo capitolo, dopo aver tratteggiato i principali aspetti generali dei sistemi di *civil law* e di *common law*, si procederà alla trattazione comparatistica dei *leveraged buyout*, con una attenzione particolare al riguardo di uno degli aspetti più dibattuti in dottrina ed in giurisprudenza: la tematica della assistenza finanziaria.

Al fine di esporre una rappresentazione dell'attuale stato dell'arte dei principali aspetti societari delle operazioni di *merger leveraged buyout* nell'ordinamento italiano, nel terzo capitolo si procederà a ripercorrere i tratti salienti relativi a tale tematica, elaborati nel tempo da dottrina e giurisprudenza in Italia sia anteriormente all'introduzione nel codice civile dell'art.

2501 *bis*, per effetto del D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, che successivamente alla sua introduzione, per concludere, infine, con elaborazioni posteriori alla modifica dell'art. 2358 c.c., in forza del D. Lgs. 4 agosto 2008, n. 142.

Infine, nell'ultimo capitolo, si ripercorrerà il contenuto delle disposizioni civilistiche relative al *merger leveraged buyout* ex art. 2501 *bis* c.c. e verranno esposti i principali aspetti salienti relativi al rapporto dialettico tra detta disposizione e quanto previsto ex art. 2358 c.c. in tema di *financial assistance*.

Il perimetro oggetto di analisi del presente elaborato è riferito alle società la cui forma giuridica risulta essere quella di società per azioni ed i cui titoli rappresentativi del capitale non siano scambiati nei mercati; conseguentemente, non verranno affrontate, se non nei limiti in cui siano espressamente richiamati dalle tematiche trattate nonché dalle disposizioni inerenti quanto oggetto di trattazione, aspetti di tutto interesse ma che esulano dall'oggetto del presente contributo tra le quali, a mero titolo esemplificativo, quanto previsto dalla normativa primaria e regolamentare nonché elaborato da dottrina e giurisprudenza con riferimento a: società a responsabilità limitata, società quotate ed obblighi informativi relativi, abusi di mercato, *insider trading* e disciplina sulla direzione e coordinamento.

Nondimeno, non potremo esimerci dal tratteggiare alcuni cenni relativi ai principali risvolti penali e fiscali delle operazioni di *merger leveraged buyout* nell'ordinamento giuridico italiano.

Il presente manuale vuole, quindi, rappresentare uno strumento utile per tutti coloro che intendono avvicinarsi all'affascinante, sempre attuale ed in costante evoluzione tematica qui trattata con l'intento e la curiosità di voler beneficiare sia di considerazioni giuridiche comparate che di aspetti di finanza aziendale.

## **Ringraziamenti**

Questo libro nasce dalla idea di voler condividere un contributo multidisciplinare e contenente aspetti sia dottrinali che pratici.

Nonostante il mio profondo impegno, motivazione e dedizione, ciò non sarebbe stato affatto possibile se non grazie alla pazienza che la mia famiglia mi ha dimostrato, supportandomi e "sopportandomi", lungo il cammino che ha portato alla nascita di questo volume ed al contributo, alla disponibilità ed allo stimolo profuso da accademici e professionisti.

Tra loro, non posso che esternare una particolare gratitudine e sincera riconoscenza ad Alfonso Del Giudice, professore ordinario di Finanza Aziendale

presso la Facoltà di Economia dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, a Paolo Flavio Mondini, professore associato di Diritto dell'Economia presso la Facoltà di Economia e Giurisprudenza dell'Università Cattolica di Piacenza, nonché all'avv. Tobia Croff, partner di un primario studio legale internazionale, e all'avv. Marco Mittone.

*Apologies go to whom I might have involuntarily forgotten!*

*Gianluca Pallini*

Milano, aprile 2023

# 1. DESCRIZIONE ED INQUADRAMENTO DEI LEVERAGED BUYOUT

SOMMARIO:1.1. Profili introduttivi – 1.2. Origine e diffusione delle operazioni di *leveraged buyout* – 1.3. *Leveraged buyout* e possibili varianti – 1.4. Brevi considerazioni economiche su benefici e rischi dei *leveraged buyout*

## 1.1. Profili introduttivi

La creazione di un mercato globale, il contestuale abbattimento di ostacoli allo scambio economico-commerciale ed il conseguente aumento del livello di competitività tra imprese, ha da un lato messo in contatto il nostro ordinamento con culture socio-economiche e giuridiche diverse, in particolare quella anglosassone, e dall'altro incentivato molte imprese italiane al perseguimento di obiettivi di sviluppo anche attraverso strategie di crescita esterna, per acquisizioni.

Tale contatto e cambiamento del contesto competitivo ha inevitabilmente dato origine ad un processo caratterizzato da una reciproca influenza che, nel nostro ordinamento, si è manifestata sempre più nella adozione di schemi negoziali appartenenti alla categoria dei contratti atipici o innominati<sup>1</sup>.

Il principio generale di autonomia contrattuale disciplinato dal codice civile<sup>2</sup> ha rappresentato una vera e propria *porte d'entrée* nel nostro sistema

<sup>1</sup> Per le numerose elaborazioni della dottrina sul tema si rinvia, *ex multis*, a: COSTANZA M., *Il contratto atipico*, Milano, 1981; MAIELLO V., *I problemi di legittimità e disciplina dei contratti atipici*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1987, I; CLARIZIA R., *Contratti innominati*, in *Enc. Giuridica Treccani*, Roma, 1988; RESCIGNO P., *Note sull'atipicità contrattuale*, in *Contr. Impr.*, 1990, 43 ss.; GARDANI CONTURSI LISI L., *Contratti atipici*, in *Giur. Sistemática*, Torino, 1997; LUMINOSO A., *Appunti sui negozi traslativi atipici. Corso di diritto civile*, Milano, 2007.

<sup>2</sup> Art. 1322 c.c. che così recita: «*Le parti possono liberamente determinare il contenuto del contratto nei limiti imposti dalla legge (e dalle norme corporative). Le parti possono anche*

giuridico di contratti non inquadrabili negli schemi tipici quali, ad esempio, il *leasing*, il *sale and lease back*, il *factoring* ed altri ancora.

È in tale contesto che si colloca, a partire dagli anni Novanta, la comparsa nella prassi societaria italiana delle operazioni di *leveraged buyout* (LBO, acquisizione con indebitamento) in materia di diritto societario e che trovano oggi espresso riconoscimento nell'art. 2501 *bis* del codice civile, rubricato: «*Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*».

Questa tipologia di operazioni, di origine statunitense e oggi ampiamente consolidata e diffusa in tutto il mondo<sup>3</sup>, ha generato, come avremo modo di ripercorrere, in Italia un lungo e acceso dibattito, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, in merito alla sua liceità<sup>4</sup>.

Con il termine *leveraged buyout* si indicano nella prassi internazionale una serie di operazioni, interconnesse tra di loro e realizzate alternativamente attraverso vari strumenti giuridici, la cui caratteristica comune consiste nell'effettuare l'acquisizione di una società obiettivo o *target*<sup>5</sup> (così generalmente chiamata nella lettura specialistica), o di un suo ramo d'azienda, attraverso l'utilizzo della "leva finanziaria"<sup>6</sup> e sfruttando la capacità di indebitamento di detta società<sup>7</sup>.

L'indebitamento all'uopo contratto risulta essere garantito dagli attivi patrimoniali della società acquisita e sorretto dalla sua capacità prospettica di rimborso attraverso i flussi di cassa (*cash flow*) dalla stessa generati, oltre che dall'eventuale dismissione di attività, strategiche e non, da questa possedute<sup>8</sup>.

*concludere contratti che non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico».*

<sup>3</sup> SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, GERVASONI A., SATTIN F.L., Milano, 2000, 161.

<sup>4</sup> QUATTROCCHIO L.M. e SASSI G., *La fusione tramite indebitamento e la relazione dell'esperto*, [http://www.ildirittodegliaffari.it/upload/articoli/20151019034246\\_La\\_fusione\\_tramite\\_.....pdf](http://www.ildirittodegliaffari.it/upload/articoli/20151019034246_La_fusione_tramite_.....pdf), 2015, 3.

<sup>5</sup> SALATINO G., *Le operazioni di fusione a seguito con indebitamento (merger leveraged buy-out)*, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 3, 2018, 363/II.

<sup>6</sup> Con riferimento al concetto di "leva finanziaria", si richiama la definizione fornita dalla COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB) che testualmente cita: «*Attraverso l'utilizzo della leva finanziaria (o "leverage") un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante e, di converso, di esporsi al rischio di perdite molto significative*», reperibile al seguente indirizzo: <https://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>.

<sup>7</sup> Così anche, *ex multis*, BALDI F., *The economics of leveraged buyouts*, BALDI F. (edited by), Torino, 2015, 3; SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 165.

<sup>8</sup> GIARETTA G., *Il leveraged buy-out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?*, *Tigor: rivista di scienze della comunicazione*, A.IV (2012) n.2 (luglio-dicembre), 147.

Con *leveraged buyout* si tende, quindi, identificare più il risultato economico perseguito, ossia l'esecuzione di un'acquisizione finanziata in parte con capitale di rischio immesso dall'acquirente ed in parte con ricorso a finanziamenti erogati da soggetti terzi, piuttosto che lo strumento giuridico specifico, atteso che tali operazioni non possono essere ricondotte in maniera univoca ad una fattispecie suscettibile di qualificazione giuridica<sup>9</sup>.

Nella sua accezione più ampia e metodologicamente più rigorosa il *leveraged buyout* risulta essere, dunque, una fattispecie a formazione complessa consistente in una serie di operazioni tese all'acquisizione delle quote di capitale societario<sup>10</sup>, o dei cespiti della società, tal che, ad acquisizione effettuata, il rapporto di indebitamento *post* acquisizione risulti essere più elevato di quanto non fosse prima dell'operazione<sup>11</sup>.

Quali che siano le modalità specifiche con le quali l'operazione venga strutturata e realizzata, di norma, ciò che contraddistingue ed accomuna qualunque operazione che dicasi di *leveraged buyout* è il cambio di proprietà (*buy out*) delle azioni della società acquisita (o azienda, ramo della stessa o anche uno o più dei suoi beni) nonché l'utilizzo di indebitamento finanziario ("leva finanziaria", *leverage*) contratto a tale scopo e per il rimborso del quale viene fatto (principale) affidamento alla capacità (prospettica) di rimborso dell'entità acquisita<sup>12</sup>.

*Ça va sans dire* che l'esecuzione di un'operazione di *leveraged buyout* comporta, *ceteris paribus*, un aumento del rischio finanziario per la società

<sup>9</sup> FERNANDEZ G., *Il leveraged buy out ed il divieto di assistenza finanziaria nelle società di capitali*, *Giustizia civile*, 2014, 3, reperibile presso il seguente indirizzo: [https://www.notaiofernandez.it/wp-content/uploads/2020/01/Giustizia\\_civile\\_2014\\_Il\\_leveraged\\_buy\\_out\\_ed\\_il\\_divieto\\_di\\_assistenza\\_finanziaria\\_nelle\\_societa\\_di\\_capitali.pdf](https://www.notaiofernandez.it/wp-content/uploads/2020/01/Giustizia_civile_2014_Il_leveraged_buy_out_ed_il_divieto_di_assistenza_finanziaria_nelle_societa_di_capitali.pdf); SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 165.

<sup>10</sup> Di norma si tratta dell'acquisto della partecipazione totalitaria o di controllo, CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, *Le operazioni societarie straordinarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, vol. 5, diretto da COTTINO G., vol. V, AIELLO M., CAVALIERI T., CAVANNA M., CERRATO S.A., SARALE M., 2011, 533; FERNANDEZ G., *Il leveraged buy out ed il divieto di assistenza finanziaria nelle società di capitali*, cit., 3; MARTIELLO G., *La tutela penale del capitale sociale nelle società per azioni*, in *Quaderni di studi e ricerche*, 16, 2007, 183, reperibile presso il seguente indirizzo: [https://media.fupress.com/files/pdf/24/826/826\\_21541](https://media.fupress.com/files/pdf/24/826/826_21541).

<sup>11</sup> SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 165 e 167; GIARETTA G., *Il leveraged buy-out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?*, cit., 148.

<sup>12</sup> V. anche SCHLESINGER P., *Leveraged buy out: un'apparente presa di posizione della casazione penale*, in *Corr. giur.*, 6/2000, 745, come riportato da BUSANI A., *Leveraged buyout*, reperibile al seguente indirizzo: [www.notaio-busani.it/handlers/downloader.ashx?file=%5Cdott\\_angelo\\_busani%2FScritti+giuridici%5CSOCIETA++Leveraged+buy+out%5CLeveraged+buy+out.doc, 2](http://www.notaio-busani.it/handlers/downloader.ashx?file=%5Cdott_angelo_busani%2FScritti+giuridici%5CSOCIETA++Leveraged+buy+out%5CLeveraged+buy+out.doc, 2).

*target*, dovuto all'incremento del suo livello di indebitamento finanziario rispetto alla situazione precedente l'effettuazione dell'operazione stessa.

Di conseguenza, estrema attenzione dovrebbe essere posta, da parte di quegli operatori che intendano utilizzare tale tecnica finanziaria, nell'identificazione ed analisi dell'entità oggetto di acquisizione: presenza di stabili ed abbondanti flussi di cassa, operatività in un mercato maturo e con linee di prodotto non eccessivamente sofisticate, posizionamento di *leadership* di settore o comunque una forte posizione di nicchia, con un contenuto livello di indebitamento *ex ante*<sup>13</sup>.

Pur nelle sue possibili e variegata modalità di realizzazione, il procedimento tipico di attuazione dell'operazione di *leveraged buyout* contempla:

(i) la costituzione di una società (c.d. *newco*), *ad hoc* costituita per effettuare l'acquisizione e normalmente non dotata di mezzi propri sufficienti a procedere all'esecuzione della stessa<sup>14</sup>;

(ii) la contrazione da parte di *newco* di un prestito, con uno o più istituti bancari, finalizzato all'acquisizione di *target*<sup>15</sup>; tale finanziamento risulta di norma, in questo passaggio dell'operazione, garantito dal pegno delle quote di *newco* stessa e per il rimborso del quale viene fatto ragionevole affidamento da parte dei creditori sulla capacità di *target* di generare sufficienti flussi di cassa<sup>16</sup> o sulla cessione di cespiti aziendali (c.d. *asset stripping*<sup>17</sup>);

(iii) la successiva acquisizione da parte di *newco* di tutto o parte del capitale sociale di *target*<sup>18</sup> (*stock based transaction*<sup>19</sup>). In questo passaggio dell'operazione, il finanziamento contratto da *newco* potrà risultare garantito dal pegno delle quote che la stessa detiene *post* acquisizione in *target*<sup>20</sup>. Laddove oggetto di acquisizione fosse, invece, parte o tutti i cespiti del patrimonio di *target* (modalità che viene anche denominata *asset based transaction*<sup>21</sup>

<sup>13</sup> SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 167-168.

<sup>14</sup> MAGLIULO F., *Il leveraged buyout nella fusione e nella scissione, Il nuovo diritto delle società*, diretto da CAGNASSO O., IRRERA M.E. e coordinata da GELOSA G., anno 11, n. 19, 2013, 13.

<sup>15</sup> ID., *Il leveraged buyout nella fusione e nella scissione*, cit., 13.

<sup>16</sup> ID., *Il leveraged buyout nella fusione e nella scissione*, cit., 13.

<sup>17</sup> CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 533; BALDI F., *The economics of leveraged buyouts*, cit., 9; CONFALONIERI M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società, I manuali di guida al diritto*, Milano, 2008, 107.

<sup>18</sup> MAGLIULO F., *Il leveraged buyout nella fusione e nella scissione*, cit., 13.

<sup>19</sup> BUSANI A., *Leveraged buyout*, cit., 4; CONFALONIERI M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, cit., 104.

<sup>20</sup> QUATTROCCHIO L.M. e SASSI G., *La fusione tramite indebitamento e la relazione dell'esperto*, cit., 2.

<sup>21</sup> BUSANI A., *Leveraged buyout*, cit., 4; CONFALONIERI M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, cit., 104.

oppure *asset sale transaction*<sup>22</sup> o semplicemente *asset sale*<sup>23</sup>), questi ultimi costituirebbero garanzia del finanziamento ricevuto da *newco*<sup>24</sup>.

A differenza dei paesi di *common law*<sup>25</sup>, una particolare modalità applicativa utilizzata più di frequente nella prospettiva societaria italiana<sup>26</sup> per la realizzazione di operazioni di *leveraged buyout* è rappresentata dal c.d. *merger leveraged buyout*<sup>27</sup> (spesso sintetizzato con l'acronimo MLBO).

In tal caso, i passaggi dianzi riportati trovano il loro momento conclusivo nell'ulteriore fase nella quale avviene la fusione tra *newco* e *target*<sup>28</sup>; fusione che, producendo la confusione dei patrimoni delle società fuse, fa sì che il debito contratto da *newco* per l'acquisizione venga "riversato" sul patrimonio di *target*<sup>29</sup> (c.d. *debt push down*).

Di norma infatti, a fusione attuata, la società risultante dalla fusione procede all'estinzione del finanziamento precedentemente contratto *pre* fusione da *newco* attraverso la stipula di un nuovo finanziamento a medio-lungo termine, garantito da garanzie reali su beni della società risultante dalla fusione.

<sup>22</sup> QUATTROCCHIO L.M. e SASSI G., *La fusione tramite indebitamento e la relazione dell'esperto*, cit., 2.

<sup>23</sup> Con il c.d. *asset sale*, oppure anche denominata tecnica *Oppenheimer*, o altri suoi sinonimi, si intende quell'operazione di *leverage buyout* effettuata attraverso la compravendita di un'azienda o di alcuni suoi beni: in questo caso non avviene l'acquisizione delle partecipazioni nella società *target*, bensì il trasferimento di un insieme di *asset*, ritenuti strategici, che saranno oggetto della garanzia del finanziamento erogato per la compravendita degli stessi. Questa specifica tecnica è particolarmente utilizzata nel caso in cui oggetto dell'operazione è una specifica *business unit* o determinati *asset*. V. anche SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 166; BALDI F., *The economics of leveraged buyouts*, cit., 11; CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 533.

<sup>24</sup> ID., *La fusione tramite indebitamento e la relazione dell'esperto*, cit., 2; BALDI F., *The economics of leveraged buyouts*, cit., 11.

<sup>25</sup> CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 533.

<sup>26</sup> Il *merger leveraged buyout* ricorre invece in prevalenza nei Paesi di *civil law*, con eccezione della Francia, DE ANGELIS L., *Le operazioni di trasformazione e di fusione. In particolare, le fusioni con indebitamento e la nuova disciplina in materia di assistenza finanziaria*, 64. *Lezione tenuta il 1° febbraio 2012 al corso di Dottorato in Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro nell'Università Ca' Foscari Venezia, Ricerche giuridiche*, II, 1, reperibile al seguente indirizzo: <https://edizionicafoscari.unive.it/it/edizioni4/riviste/ricerche-giuridiche/2013/1/le-operazioni-di-trasformazione-e-di-fusione/>.

<sup>27</sup> SALATINO G., *Le operazioni di fusione a seguito con indebitamento (merger leveraged buy-out)*, cit., 364/II.

<sup>28</sup> Fusione che potrebbe non avvenire nel caso di *asset based transaction*. BALDI F., *The economics of leveraged buyouts*, cit., 11-12.

<sup>29</sup> SALATINO G., *Le operazioni di fusione a seguito con indebitamento (merger leveraged buy-out)*, cit., 365/II; MAGLIULO F., *Il leveraged buyout nella fusione e nella scissione*, cit., 13; v. anche MONTALENTI P., *Sub art. 2501 bis, commento*, in AA.VV., *Il Nuovo Diritto Societario, Commentario*, diretto da COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P., Bologna, 2004, 2312.

Come già accennato in precedenza e come si illustrerà ampiamente oltre<sup>30</sup>, questa tipologia di operazione ha generato un lungo e acceso dibattito e, seppur in modo più affievolito, tuttora lo genera, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza in merito alla sua liceità.

L'aspetto più controverso, in estrema sintesi, era rappresentato dal dubbio che la fattispecie comportasse il superamento dei limiti allora (*ante* riforma del diritto societario del 2003 e poi del 2008) posti dall'art. 2358 c.c., il quale vietava la concessione, diretta e indiretta, di prestiti e garanzie per l'acquisto di azioni proprie<sup>31</sup>.

La flessibilità che contraddistingue le operazioni di *leveraged buyout* ha fatto sì che altre tipologie o varianti sono state identificate in dottrina e riscontrate nella pratica<sup>32</sup>, quali: il *management buyout*, quando i soci della *newco* sono anche i *manager* della società *target*; l'*employee buyout*, nel caso in cui i soci della *newco* sono i dipendenti della società *target*; il *management buy-in*, nell'ipotesi in cui soci della *newco* sono dei *manager* esterni; il *buy-in management buyout*, in caso di forma mista che prevede l'ingresso di nuovi *manager* a fianco dei *manager* preesistenti; il *family buyout*, quando le operazioni in parola risultano effettuate da uno o più membri della famiglia proprietaria e, infine, l'*institutional buyout*, laddove l'operazione veda la partecipazione preponderante di investitori professionali<sup>33</sup>.

## 1.2. Origine e diffusione delle operazioni di *leveraged buyout*

Le prime operazioni di *leveraged buyout* si sono osservate, e si sono successivamente sviluppate, negli Stati Uniti. Apparse originariamente nel dopoguerra, operazioni di questo tipo, definite all'epoca *boot strap acquisition*, avevano ad oggetto società in genere di piccole dimensioni e le loro attività

<sup>30</sup> V. *infra*, par. 3 del presente capitolo.

<sup>31</sup> Art. 2358 c.c. in vigore prima del 30/9/2008, rubricato «*Altre operazioni sulle proprie azioni*»: «*La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie.*

*La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia.*

*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».*

<sup>32</sup> GERVASONI A., *Manuale del Management Buy Out*, GERVASONI A. (a cura di), Roma, 2008, 14-15; BALDI F., *The economics of leveraged buyouts*, cit., 4-6.

<sup>33</sup> Sul punto si tornerà in seguito, *infra*, par. 3 del presente capitolo.

erano normalmente in grado di fornire ai finanziatori adeguate garanzie (*secured financing*)<sup>34</sup>.

Negli anni Sessanta alcune società finanziarie più aggressive iniziarono ad organizzare operazioni nelle quali erano previsti finanziamenti di tipo non garantito (*unsecured financing*). Ciò fu reso possibile anche dalla propensione degli istituti di credito ad accordare prestiti il cui ammontare eccedeva il valore dei beni della società oggetto di acquisizione e concessi in garanzia<sup>35</sup>.

Si iniziò a ricorrere, dunque, a forme di finanziamento non direttamente garantite più solo dalla consistenza patrimoniale delle società da acquisire ma anche dalle potenzialità di queste ultime di generare profitti (flussi di cassa disponibili al servizio dell'indebitamento) che permettessero di ripianare velocemente l'esposizione debitoria<sup>36</sup>.

In questo periodo, le società oggetto di tali operazioni erano principalmente di medie dimensioni, non quotate e con una buona redditività. Le relative piccole dimensioni di queste operazioni hanno però permesso agli operatori finanziari coinvolti di ottenere notevoli guadagni ed in breve tempo numerosi operatori specializzati iniziarono ad operare sistematicamente in tal modo<sup>37</sup>.

Verso la metà degli anni Settanta avvenne un significativo cambiamento, dovuto a svariate ragioni, nelle modalità attraverso le quali venivano effettuate questo genere di operazioni: si ritornò ad utilizzare le attività della società *target* quali garanzie da accordare ai finanziamenti contratti per l'acquisizione (*secured transaction*) con un aumento significativo della dimensione delle società oggetto di acquisizione<sup>38</sup>.

In tale periodo, e negli anni Ottanta, la tecnica del *leveraged buyout*, inclusa la sua variante del *management buyout*, è stata utilizzata per effettuare

<sup>34</sup> SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 183.

<sup>35</sup> ID., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 174 e 183; GIARETTA G., *Il leveraged buy-out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?*, cit., 147. Per ulteriori approfondimenti v. anche BERTINI B., *Lbo e Mbo: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, *Contratto e impresa*, 2000, 3, 1444 ss.

<sup>36</sup> GIARETTA G., *Il leveraged buy-out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?*, cit., 147; SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 174 e 183.

<sup>37</sup> SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 183.

<sup>38</sup> ID., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 184.

operazioni di acquisizione societaria<sup>39</sup> in un più ampio contesto di *going private*<sup>40</sup>, in cui pochi investitori privati acquistavano sul mercato azioni di una *public company*<sup>41</sup> con la conseguente trasformazione della società stessa in una *private company*<sup>42</sup> ed il suo *delisting*<sup>43</sup>.

Lo scopo dell'operazione era, dunque, quello di acquisire il controllo della società, mettendo l'acquirente al riparo da possibili scalate ostili, e consentire all'acquirente stesso di rivendere successivamente la società, con l'intento di realizzare un guadagno in conto capitale<sup>44</sup>.

Le società oggetto di tali operazioni erano di norma grandi *corporation* mature, in grado di generare ingenti flussi di cassa disponibili (al servizio del debito) e ridotte opportunità di crescita<sup>45</sup>. L'uscita dal mercato azionario consentiva, quindi, la possibilità di condurre operazioni di ristrutturazione societaria in modo più efficiente ed al riparo dal giudizio del mercato di borsa.

Il debito contratto per l'acquisizione ed i connessi timori del dissesto nel caso tale non fosse stato onorato puntualmente, fungevano da stimolo all'utilizzo efficiente delle risorse aziendali, così contribuendo ad allineare ancor più gli incentivi fra i *manager* e gli azionisti<sup>46</sup>.

In tale contesto, l'ondata di operazioni di *going private* realizzate negli anni Ottanta sono state favorite dalla presenza di tre fattori, connessi tra

<sup>39</sup> I *going private*, quasi tutti realizzati a seguito di LBO, furono un fenomeno prevalentemente statunitense, con alcuni casi nel Regno Unito. Il *going private* può essere definito come la transazione organizzata da un gruppo di investitori che comporta l'acquisizione dell'intero capitale azionario ed il conseguente *delisting* della società, DEL GIUDICE A., *Going private transactions. Perché le società abbandonano la borsa*, Milano, 2012, 21 e 31.

<sup>40</sup> Tanto che per molti anni *LBO/MBO* e *going private* sono stati considerati sinonimi, DEL GIUDICE A., *Going private transactions. Perché le società abbandonano la borsa*, cit., 21.

<sup>41</sup> Con la locuzione *public company* si suole di norma indicare una società quotata in borsa ad azionariato diffuso, la cui proprietà risulta distribuita tra un numero elevato di azionisti. Nel Codice Civile si trova riferimento all'art. 2325 bis c.c.: «*Ai fini dell'applicazione del presente titolo, sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante*» e secondo quanto previsto nel Regolamento Consob n. 11971/1999, adottato in attuazione del TUF (Testo Unico della Finanza).

<sup>42</sup> Con la locuzione *private company* si indica di norma una società detenuta da un unico soggetto, o da un numero ristretto di possessori, e le cui azioni (o quote) non sono negoziate sui mercati.

<sup>43</sup> CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 535; DE ANGELIS L., *Le operazioni di trasformazione e di fusione. In particolare, le fusioni con indebitamento e la nuova disciplina in materia di assistenza finanziaria*, cit., 63.

<sup>44</sup> GIARETTA G., *Il leveraged buy-out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?*, cit., 147.

<sup>45</sup> DEL GIUDICE A., *Going private transactions. Perché le società abbandonano la borsa*, cit., 9 e 31.

<sup>46</sup> ID., *Going private transactions. Perché le società abbandonano la borsa*, cit., 55.

loro<sup>47</sup>: (i) l'inefficienza della *corporate governance*; (ii) l'innovazione finanziaria; e (iii) la presenza di grandi gruppi conglomerati.

Proprio però la sempre più articolata sofisticazione finanziaria ha portato successivamente alla strutturazione di operazioni di *leveraged buyout* che non vedevano più nel flusso di cassa prospettico atteso generato dalla società oggetto di acquisizione la fonte primaria per il rimborso del debito contratto bensì nel presunto ricavato eventualmente ottenuto dalla vendita di parti della società stessa (c.d. *break up deal*)<sup>48</sup>.

Ad ogni buon conto, dalla fine degli anni Settanta<sup>49</sup> negli Stati Uniti le operazioni di *leveraged buyout* sono state sempre più frequentemente effettuate anche se tale operatività non è stata affatto esente da critiche<sup>50</sup>.

Da allora l'utilizzo della "leva finanziaria" per effettuare operazioni di acquisizione societarie è divenuta sempre più frequente e, negli Stati Uniti, si è potuto osservare un utilizzo altalenante, con un calo negli anni Novanta<sup>51</sup>, ma tendenzialmente crescente<sup>52</sup> di tali tipologie di operazioni. Tale *trend* è risultato connotato da due periodi di utilizzo particolarmente intenso: un primo periodo nel quale da 16 operazioni effettuate nel 1979, corrispondenti ad un valore totale pari a 635 milioni di \$, sono state raggiunte 47 operazioni nel 1987, per un valore totale pari a 22 miliardi di \$ ed un secondo periodo, dal 2004 al 2007, nel quale il valore totale delle transazioni ha raggiunto un valore di 50 miliardi di \$<sup>53</sup>.

In Europa, durante gli anni Ottanta, iniziò un processo di ristrutturazione industriale e finanziaria, con crescente ricorso all'indebitamento, che ha coinvolto numerose grandi imprese quotate nei mercati di borsa. Privatizza-

<sup>47</sup> ID., *Going private transactions. Perché le società abbandonano la borsa*, cit., 35.

<sup>48</sup> SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 186.

<sup>49</sup> GIARETTA G., *Il leveraged buy-out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?*, cit., 146 e 147, che richiama SANDRI S., *Il leveraged buy out negli Stati Uniti, Il Risparmio*, n. 1, 1987, 23.

<sup>50</sup> Come si vedrà anche oltre, *infra*, par. 4 del presente capitolo. A tal riguardo significative appaiono le parole pronunciate in proposito dal presidente della U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), J. Shad, nel 1984: «*the more leveraged takeovers and buy out today, the more bankruptcies tomorrow*», GIARETTA G., *Il leveraged buy-out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?*, cit., 148 e BRUNO N.A., *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, in LUISS, CERADI (Centro di ricerca per il diritto d'impresa), [https://archivioceradi.luiss.it/documenti/archivioceradi/impresa/giurisprudenza/bruno\\_leveraged.pdf](https://archivioceradi.luiss.it/documenti/archivioceradi/impresa/giurisprudenza/bruno_leveraged.pdf), 2002, 4.

<sup>51</sup> Come evidenziato da BERTINI B., *Lbo e Mbo: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, cit., 3, 1451-1452.

<sup>52</sup> Una successiva ondata di operazioni di *going private* si è verificata a partire dalla fine degli anni Novanta sino al 2008. Con segnali poi di ripresa nel 2010 e 2011, DEL GIUDICE A., *Going private transactions. Perché le società abbandonano la borsa*, cit., 15.

<sup>53</sup> ORIANI R., *The economics of leveraged buyouts*, BALDI F. (edited by), cit., 1.

zioni, fusioni e acquisizioni coinvolsero grandi società ad azionariato diffuso e generarono una quantità di transazioni basate su ricorso all'indebitamento<sup>54</sup>.

Ciò ha favorito, dunque, l'esecuzione delle prime operazioni di *leveraged buyout*, dapprima in Gran Bretagna per poi diffondersi negli altri Stati del continente<sup>55</sup>, con modalità differenti a seconda delle particolarità normative, civili, fiscali e penali, dei singoli paesi.

Un altro aspetto che ha consentito l'ingresso di tali operazioni in Europa fu anche dovuto al fatto che, in tale periodo, anche gli istituti finanziari europei, prevalentemente anglosassoni, iniziarono a concedere finanziamenti garantiti non solo dai beni delle società oggetto di acquisizione, ma anche dalle prospettive dei flussi di cassa che le stesse sarebbero state in grado di generare<sup>56</sup>.

In Italia, operazioni di *leveraged buyout* vennero attuate soprattutto a partire dagli anni Novanta, anche se solamente nel 2003 il legislatore è intervenuto, attraverso il D. Lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003, con la previsione di una specifica disciplina<sup>57</sup> (art. 2501 *bis* c.c.), e successivamente con la modifica dell'art. 2358 c.c.

Nel 2020 l'ammontare di capitale di rischio, o assimilabile, investito in operazioni di *leveraged buyout* in Italia è risultato essere pari ad un ammontare pari a 4,37 miliardi di Euro e di 5,386 miliardi di Euro nel 2021<sup>58</sup>.

<sup>54</sup> Per approfondimenti circa la diffusione dei LBO in Europa v. ALTMAN E.I., SMITH R.C., *Ristrutturazioni per mezzo di leveraged buy-out: un ruolo per l'Europa*, in *Economia e management*, fascicolo n. 1, volume n. 4, 1993, 114, come anche richiamato da BRUNO N.A., *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, cit., 3.

<sup>55</sup> MONTALENTI P., *Il leveraged buy out*, in *Quaderni di Giur. Comm.*, Milano, 1991, 67, richiamato da GIARETTA G., *Il leveraged buy-out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria*, cit., 148.

<sup>56</sup> GIARETTA G., *Il leveraged buy-out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria*, cit., 148.

<sup>57</sup> ID., *Il leveraged buy-out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?*, cit., 148.

<sup>58</sup> *Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt*, ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E PRIVATE DEBT (A.I.F.I.), 2021, reperibile al seguente indirizzo: <https://www.datocms-assets.com/45/1618823737-weblibrettodati2020.pdf?ixlib=rb-1.1.0>, 8 e 21 e *Private equity e venture capital 2021: record per gli investimenti, raddoppia la raccolta*, ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E PRIVATE DEBT (A.I.F.I.), 2022, reperibile al seguente indirizzo: <https://www.aifi.it/visualizzaallegatonews.aspx?chiave=3204gbiN22y6fq8EUd8XL21b4372rT>, 2.

### 1.3. *Leveraged buyout* e possibili varianti

Come dianzi citato, il termine *leveraged buyout* non è idoneo a designare una unitaria e determinata fattispecie<sup>59</sup> bensì contraddistingue gli effetti dell'operazione nel suo insieme indipendentemente dalle modalità tecniche e giuridiche utilizzate<sup>60</sup>.

Le svariate modalità operative con le quali può essere realizzata un'operazione di *leveraged buyout* possono variare in specie a<sup>61</sup>:

(i) la qualifica e al ruolo dei soggetti acquirenti; può infatti trattarsi di *manager* interni o esterni alla società *target*, di dipendenti della stessa, di altra società facente parte dello stesso gruppo cui appartiene *target*, di azionisti di un'impresa a base azionaria familiare, di investitori orientati al conseguimento di rendimenti economici, ecc.<sup>62</sup>;

(ii) all'impiego della c.d. "leva finanziaria" sia sotto il profilo quantitativo, con riferimento quindi al rapporto debito-capitale impiegato, sia sotto quello qualitativo, mediante la combinazione di diversi tipi di finanziamento;

(iii) all'oggetto dell'acquisizione, che può essere costituito dal pacchetto azionario (*stock*) di controllo della società *target* o rappresentante l'intero suo capitale sociale oppure da singoli beni appartenenti alla stessa (*asset*);

(iv) alle finalità perseguite dal gruppo dei compratori: quali, ad esempio, la ristrutturazione della società *target*, l'acquisizione della sua gestione, la liquidazione dei suoi *asset* al fine del loro realizzo, e così via.

In virtù di tutti questi elementi, la dottrina individua numerose casistiche tutte sussumibili nel più ampio alveo delle operazioni di *leveraged buyout*<sup>63</sup>.

<sup>59</sup> Questo rilievo è ricorrente nella letteratura in materia. V., *ex multis*, DE ANGELIS L., *Le operazioni di trasformazione e di fusione. In particolare, le fusioni con indebitamento e la nuova disciplina in materia di assistenza finanziaria*, cit., 62, che le definisce «*geometria variabile*»; BERTINI B., *LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, cit., 1441; CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 572, che la definisce come «*una realtà economica multiforme ed eterogenea*»; ID., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 533, che la definisce anche una «*fattispecie unitaria nella funzione ma poliedrica sul piano strutturale*» e richiama MONTALENTI P., *Il leveraged buy out*, cit., 18 e PARDOLESI R., *Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 402, che utilizza l'espressione di «*bestia proteiforme [...] che si presenta nelle forme più disparate*».

<sup>60</sup> SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 165.

<sup>61</sup> BUSANI A., *Leveraged buyout*, cit., 2-3.

<sup>62</sup> V. anche CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 533.

<sup>63</sup> GERVASONI A., *Manuale del Management Buy Out*, cit., 14-15; BALDI F., *The economics of leveraged buyouts*, cit., 4-6; QUATTROCCHIO L.M. e SASSI G., *La fusione tramite indebitamento e la relazione dell'esperto*, cit., 2-3; CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 534; SALATINO G., *Le operazioni di fusione a seguito con indebitamento (merger leveraged*

Tralasciando per un momento il *merger leveraged buyout* che, come dianzi citato<sup>64</sup>, rappresenta la modalità applicativa utilizzata più di frequente nella prospettiva societaria italiana e che sarà oggetto di ampia ed approfondita trattazione in seguito<sup>65</sup>, si andranno ora a descrivere succintamente le altre particolari sottocategorie di *leveraged buyout*.

Tra queste, si segnala anzitutto il *management buyout*<sup>66</sup>: si tratta di una fattispecie di *leveraged buyout* che si caratterizza per il fatto di annoverare il *management* interno della *target* quale attore principale dell'operazione di *buyout*.

All'opposto del *management buyout*, si colloca il *management buy-in*: l'elemento di distinzione risiede nella provenienza dei *manager* che realizzano l'acquisizione, i quali, in questa variante, sono esterni alla società *target*<sup>67</sup>.

Nel *family buyout* sono i componenti di un gruppo familiare a porre in essere l'operazione, solitamente al fine di consentire il passaggio generazionale o per separare attività o rami d'azienda fino a quel momento appartenenti ad un medesimo complesso aziendale. La finalità del *family buyout* è, in particolare, quella di garantire allo stesso tempo sia la continuità della gestione familiare che il ricambio generazionale in favore dei membri della famiglia più motivati, più esperti o interessati a rimanere nell'impresa, prevenendo, se opportuno, l'ingresso nell'impresa familiare anche di soggetti esterni<sup>68</sup>.

*ged buy-out*), cit., 363/II; DE ANGELIS L., *Le operazioni di trasformazione e di fusione. In particolare, le fusioni con indebitamento e la nuova disciplina in materia di assistenza finanziaria*, cit., 62.

<sup>64</sup> V. *supra*, par. 1.

<sup>65</sup> Più oltre nel presente paragrafo e, *infra*, cap. 3.

<sup>66</sup> Uno studio condotto da ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E PRIVATE DEBT (A.I.F.I.) ha evidenziato come questa fattispecie di LBO sia frequente nella pratica e utile nel favorire il cambiamento degli assetti proprietari a favore di soggetti con associate capacità professionali: «[...]favorendo, in tal modo, la creazione di imprenditorialità diffusa e professionale. Il prevalente utilizzo di capitale di debito rende infatti possibile, a manager di comprovata esperienza e professionalità, ma con contenute disponibilità finanziarie, l'acquisizione della responsabilità imprenditoriale...]», ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E PRIVATE DEBT (A.I.F.I.), *L'impatto economico dei Management Leveraged Buy-Out – The economic impact of Management Leveraged Buy-Out, Research Paper*, INSEAD, 2001, 4 e 16, reperibile all'indirizzo [www.datocms-assets.com/45/1459780429-ImpattoeconomicodeiManagementLBO.pdf?ixlib=rb-1.1.0](http://www.datocms-assets.com/45/1459780429-ImpattoeconomicodeiManagementLBO.pdf?ixlib=rb-1.1.0).

<sup>67</sup> È anche configurabile il *buy-in management buyout*: in questa ipotesi, i *manager* che realizzano l'operazione sono in parte interni ed in parte esterni alla società *target*, BALDI F., *The economics of leveraged buyouts*, cit., 4; GERVASONI A., *Manuale del Management Buy Out*, cit., 15.

<sup>68</sup> CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 534; BALDI F., *The economics of leveraged buyouts*, cit., 5. Per approfondimenti con riferimento alla tematica dell'ingresso di

L'*employee* (o *worker*) *buyout* costituisce una variante particolare di *leveraged buyout*, nell'ambito della quale l'acquisizione della società *target* viene posta in essere da parte dei suoi stessi dipendenti (o da parte di un gruppo di essi). La fattispecie in questione risulta diffusa negli Stati Uniti, in Inghilterra ed in Irlanda<sup>69</sup>; in particolar modo queste ultime presentano un elevato livello di implementazione di schemi partecipativi attraverso piani azionari imperniati su figure giuridiche tipiche della tradizione di *common law*, i c.d. ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*) o anche nella variante del *leveraged ESOP*<sup>70</sup>. L'*employee buyout* è, peraltro, operazione trattata con un particolare *favor* anche in molti ordinamenti comunitari tra i quali quello italiano<sup>71</sup>, francese e belga<sup>72</sup>.

Il *corporate buyout* si contraddistingue per il fatto di coinvolgere, sia sotto il profilo del soggetto che realizza l'acquisizione che sotto il profilo della società bersaglio, imprese appartenenti al medesimo gruppo societario. Il *corporate buyout* mira sostanzialmente a perseguire finalità di riorganizzazione e ristrutturazione degli assetti patrimoniali infragruppo<sup>73</sup>, come snellire strutture patrimoniali inefficienti presenti all'interno del gruppo aziendale.

operatori *private equity* nel capitale di società a proprietà familiare si rinvia, *ex multis*, a: CORBETTA G., *Le aziende familiari*, Milano, 2010, 111 ss.; BASSILANA P., NOBILI F., *Imprese di famiglia e passaggio generazionale*, Milano, 2008, 213 ss.

<sup>69</sup> In sintesi, l'ESOP è 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 un *trust*) da parte dell'azienda (c.d. società ESOP o *society sponsor*) a favore dei propri lavoratori; tale fondo è finanziato dall'impresa promotrice mediante il versamento di contributi sotto forma di titoli azionari o di capital, successivamente utilizzati per acquistare le azioni dell'impresa stessa, e spesso si ricorre ad una combinazione di contributi e prestiti aziendali, CARAGNANO R., CARUSO G., *L'ESOP: natura giuridica e potenzialità dello strumento partecipativo*, in AA.VV., *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), a cura di CARAGNANO R., CARUSO G., 2010, n. 1, 2-3; reperibile al seguente indirizzo: [https://moodle.adaptland.it/pluginfile.php/5419/mod\\_resource/content/0/5220DOSSIER\\_10\\_1\\_PL.pdf](https://moodle.adaptland.it/pluginfile.php/5419/mod_resource/content/0/5220DOSSIER_10_1_PL.pdf).

<sup>70</sup> Variante che ha trovato applicazione, oltre che negli Stati Uniti, anche in paesi dell'est Europa. 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 a terzi (istituti di credito o altri finanziatori). CARAGNANO R., CARUSO G., *L'ESOP: natura giuridica e potenzialità dello strumento partecipativo*, cit., 5.

<sup>71</sup> *Ex art. 2358, comma 8, c.c.* Si veda, per tutti, CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 566, che rimanda anche a MONTALENTI P., *Il leveraged buyout*, cit., 132 e ID., *Frode alla legge e diritto societario: il leveraged buy out*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999, 68 ss.

<sup>72</sup> CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 567.

<sup>73</sup> ID., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 534.

Quando «l'operazione è orchestrata o comunque vede la partecipazione preponderante di investitori professionali»<sup>74</sup> si ricorre al termine di *institutional buyout*.

Si parla, invece, di *fiscal buyout* (o *leveraged cash out*) quando il ricorso alla “leva finanziaria” è motivato esclusivamente dal perseguimento di vantaggi di natura fiscale. Le particolarità e le criticità di tale fattispecie di *leveraged buyout* risiedono «nell'assenza di un cambio effettivo del controllo, poiché i soci della newco sono i medesimi della target: l'effetto pratico dell'operazione consiste, dunque, nella distribuzione di valori del patrimonio netto in assenza delle condizioni che la legittimerebbero e con elusione della disciplina contabile e fiscale applicabile, il che suscita una seria questione di nullità dell'intera operazione (quantomeno) per frode alla legge»<sup>75</sup>.

La specifica variante di *leveraged buyout*, come riportato in precedenza<sup>76</sup>, più frequentemente realizzata nella prospettiva societaria italiana è il *merger leveraged buyout*, al punto che le due espressioni sono di frequente utilizzate come sinonimi, fermo restando, tuttavia, che si identifica propriamente con il termine *merger leveraged buyout* esclusivamente la fattispecie nella quale successivamente all'acquisizione di *target* segua l'operazione di fusione con *newco*.

La variante di *merger leveraged buyout* è peraltro l'unica, come anticipato<sup>77</sup>, per la quale ad oggi è prevista specifica disciplina positiva nel nostro ordinamento *ex art. 2501 bis* del codice civile, rubricato: «*Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*».

Pur nelle svariate differenti modalità operative che da caso a caso possono essere realizzate, lo schema tipico di operazione di *merger leveraged buyout* prevede i seguenti passaggi<sup>78</sup>:

(i) la costituzione di una società appositamente dedicata (*newco*), normalmente non dotata di mezzi propri sufficienti a procedere all'acquisizione;

<sup>74</sup> ID., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 534.

<sup>75</sup> ID., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 534., che rinvia anche a CARRIÈRE P., *Le operazioni di leveraged cash-out: spunti critici*, in *Le Società*, 2005, 716 ss.

<sup>76</sup> *Supra*, par. 1 e al presente paragrafo.

<sup>77</sup> *V. supra*, par. 2.

<sup>78</sup> MAGLIULO F., *Il leveraged buyout nella fusione e nella scissione*, cit., 13; CONFALONIERI M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Milano, 2008, 104; QUATTROCCHIO L.M. e SASSI G., *La fusione tramite indebitamento e la relazione dell'esperto*, cit., 2; SALATINO G., *Le operazioni di fusione a seguito con indebitamento (merger leveraged buy-out)*, *Giurisprudenza commerciale*, cit., 364-365/II; BERNARDI M., CAVERNI M., ROMITA E., SCOTTI E., *Manuale del Management Buy Out*, GERVASONI A. (a cura di), cit., 124-125; BALDI F., *The economics of leveraged buyouts*, cit., 8-9; SANGIOVANNI V., *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, in *Le Società*, 8/2010, 961 ss.

(ii) la contrazione da parte della *newco* di un prestito a breve termine (c.d. *bridge financing*<sup>79</sup>), garantito da pegno sulle quote della *newco* stessa, erogato da uno o più istituti bancari, finalizzato all'acquisizione del controllo della società obiettivo (*target*), prospettando ai creditori la ragionevole aspettativa di conseguire la restituzione del prestito sulla base del patrimonio o del *cash flow* di *target*;

(iii) l'acquisizione da parte di *newco* di tutto o parte del capitale sociale di *target*, così da assumerne il controllo;

(iv) la fusione tra *newco* e *target*, la quale, producendo la confusione dei patrimoni delle società fuse, fa sì che il debito contratto da *newco* (il citato *bridge financing*) per l'acquisizione venga "traslato" (*debt push down*) su *target*; a fusione attuata, la nuova entità giuridica risultante (*id est newco* più *target*) risultante dalla fusione procede alla estinzione del *bridge financing* attraverso la contrazione di un nuovo finanziamento a medio-lungo termine (c.d. *senior loan*), il quale risulta assistito questa volta da garanzie reali su beni della società risultante dalla fusione.

La fusione potrà essere diretta, o per incorporazione, (c.d. *forward merger*) piuttosto che inversa (c.d. *reverse merger*)<sup>80</sup>.

Da notare che, da un punto di vista meramente economico-finanziario, la fusione risponderebbe ad esigenze di efficienza ed economicità; basti ipotizzare, a *contariis*, al caso in cui un'operazione di *leveraged buyout* sia caratterizzata dall'acquisizione da parte di *newco* della totalità del capitale di *target* senza la successiva fusione tra le due società.

In tale circostanza *newco* potrebbe destinare al rimborso del debito contratto solo gli eventuali dividendi spettanti e percepiti a seguito di approvazione assembleare, verosimilmente solo diversi mesi dopo la chiusura dell'esercizio sociale<sup>81</sup> al quale i dividendi stessi si riferiscono; così avve-

<sup>79</sup> Si tratta di norma di un finanziamento a breve termine, la cui durata nella prassi di mercato non eccede i 18 mesi.

<sup>80</sup> SALATINO G., *Le operazioni di fusione a seguito con indebitamento (merger leveraged buyout)*, cit., 365/II; MAGLIULO F., *Il leveraged buyout nella fusione e nella scissione*, cit., 12, in nota 2, che recita: «Si suole, inoltre, distinguere il *direct merger leveraged buyout*, nel quale la società che acquisisce il controllo della *target* procede successivamente alla incorporazione di quest'ultima, ed il *reverse merger leveraged buyout*, nel quale invece la società *target* della quale viene acquisito il controllo procede alla incorporazione della società controllante [...]»;

<sup>81</sup> Per effetto del combinato disposto degli art. 2364 c.c. e art. 2433 c.c., i quali prevedono, rispettivamente, che «[...] L'assemblea ordinaria deve essere convocata almeno una volta l'anno, entro il termine stabilito dallo statuto e comunque non superiore a centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale. Lo statuto può prevedere un maggior termine, comunque non superiore a centottanta giorni, nel caso di società tenute alla redazione del bilancio consolidato ovvero quando lo richiedono particolari esigenze relative alla struttura ed all'og-

nendo, *newco* disporrebbe dei flussi di cassa, da poter utilizzare per il servizio del debito finanziario, “in ritardo” rispetto a quando essi sono generati.

Tale situazione comporterebbe, dunque, un aumento del costo del debito finanziario risultante *post* acquisizione poiché i flussi di cassa destinati a ripagarlo sarebbero temporalmente disponibili alcuni mesi dopo<sup>82</sup> (a causa del c.d. *time lag*) ed avrebbero una “più scarsa qualità”<sup>83</sup>.

Nel caso di acquisizione da parte di *newco* del controllo di *target*, ma non della totalità del suo capitale, senza che poi sia attuata la successiva fusione tra le due società, quanto sopra sarebbe ulteriormente esacerbato anche per effetto del c.d. *dividend leakage*: i flussi di cassa destinati a ripagare il debito contratto sarebbero quantitativamente meno elevati<sup>84</sup>, con evidente aumento sia del rischio per i soggetti *latu sensu* coinvolti nell’operazione che del costo finanziario dell’indebitamento<sup>85</sup>.

Con riferimento alla struttura finanziaria (c.d. *capital structure*) che, da caso a caso, può essere utilizzata nel contesto di un’operazione di *leveraged buyout*, oltre al *bridge loan* e al *senior loan*, il capitale di debito utilizzato può comprendere anche l’impiego di debito subordinato (c.d. *junior loan*, *mezzanine financing* o *intermediate capital* che dir si voglia)<sup>86</sup>, nelle sue svariate configurazioni.

*getto della società [...]» e che «La deliberazione sulla distribuzione degli utili è adottata dall’assemblea che approva il bilancio [...]».*

<sup>82</sup> In caso di fusione, le rate del finanziamento contratto per l’acquisizione sarebbero onorate nel corso di ogni anno di riferimento, senza che *newco* debba aspettare l’approvazione assembleare di *target* per percepire i dividendi di spettanza.

<sup>83</sup> In assenza di fusione anche la qualità della garanzia prestata dall’acquirente al finanziatore sarebbe diversa; essa infatti si concretizzerebbe in un pegno sulle azioni di *target* acquisite da *newco*, che rappresentano solo un bene di “secondo grado” rispetto al bene che è stato oggetto dell’acquisto, il patrimonio di *target*.

<sup>84</sup> La fusione ha il merito, *ceteris paribus*, di preservare l’equilibrio finanziario dell’operazione nel suo insieme poiché, a fusione avvenuta, la quantità di flussi di cassa impiegati per ripagare il debito finanziario è maggiore che in assenza di fusione; in tal ultimo caso, i flussi di cassa che *newco* potrebbe utilizzare per il servizio del debito contratto sarebbero infatti più contenuti, a causa del previo pagamento dei dividendi distribuiti ai soci di minoranza di *target*.

<sup>85</sup> Dei possibili effetti di diluizione nel caso di fusione tra *newco* e *target* in assenza di controllo totalitario della prima sulla seconda e dei possibili *mitigant*, v. *infra*, al termine del presente paragrafo dove, fra poche righe, si farà riferimento alla “struttura del doppio veicolo”.

<sup>86</sup> SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 170-173; per approfondimenti sul tema mi sia consentito rinviare, *inter alia*, a PALLINI G., *The role of mezzanine debt in the capital structure of a leveraged buyout*, in *The economics of leveraged buyouts*, BALDI F. (edited by), cit., 43-65 ed anche a PALLINI G., *Il finanziamento mezzanino*, in *Manuale del Management Buy Out*, GERVASONI A. (a cura di), cit., 100-117.

Tra le varie possibili configurazioni utilizzate per effettuare un'operazione di *leveraged buyout* viene in rilievo anche una particolare fattispecie<sup>87</sup> nella quale l'operazione si configura con l'intervento di plurimi veicoli societari, nota alla prassi societaria come "struttura delle due *newco*" (o "struttura del doppio veicolo" o semplicemente "doppia *newco*"). Tale configurazione risulta utilizzata, in particolar modo, per evitare che, in presenza di soci di minoranza di *target* che intendano non aderire alla prospettata cessione, l'attuazione della fusione comporti la diluizione della partecipazione sociale assunta dall'acquirente.

In tale ipotesi, si fa luogo alla costituzione *ad hoc* di due società, denominate per semplicità in questa sede, *newco 1* e *newco 2*; tale ultima società risulta interamente partecipata da *newco 1*. L'indebitamento a breve termine (*bridge financing*) viene assunto inizialmente dalla sola *newco 1*, la quale utilizza la somma così ottenuta a titolo di finanziamento, unitamente al capitale di rischio immesso dai suoi soci, per riversarla in *newco 2* ed imputarla a titolo di capitale sociale, riserva legale<sup>88</sup> e riserva da sovrapprezzo o equipollente.

L'acquisto delle quote di *target* è così effettuato da *newco 2*, utilizzando le risorse a sua disposizione, e successivamente *newco 2* procede ad un'operazione di fusione, diretta o inversa, con *target*.

A fusione completata la nuova entità giuridica *post* fusione *contrae*, come nell'ipotesi ad "una sola *newco*", un finanziamento a medio-lungo termine (*senior loan*), assistito da garanzie reali su beni della società risultante dalla fusione, al fine di poter restituire ai propri soci (*rectius a newco 1*) l'ammontare della riserva da sovrapprezzo, ricorrendo i presupposti di cui all'art. 2431 c.c., in precedenza costituita<sup>89</sup>.

<sup>87</sup> SALATINO G., *Le operazioni di fusione a seguito con indebitamento (merger leveraged buy-out)*, cit., 388/II; BALDI F., FEDI A., *The economics of leveraged buyouts*, BALDI F. (edited by), cit., 229-230; CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, cit., 576; MAGLIULO F., *Il leveraged buyout nella fusione e nella scissione*, cit., 31; SPOLIDORO M.S., *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in *Riv. Soc.*, 2004, fasc. 2-3, 239.

<sup>88</sup> Di norma di ammontare pari al 20% del capitale sociale, in guisa da raggiungere il limite previsto dall'art. 2430 c.c.

<sup>89</sup> V. anche SPOLIDORO M.S., *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, cit., 239.

#### 1.4. Brevi considerazioni economiche su benefici e rischi dei *leveraged buyout*

Come tratteggiato in precedenza<sup>90</sup>, uno dei principali tratti distintivi delle operazioni di *leveraged buyout* è rappresentato dal fatto che il debito contratto per l'acquisizione della società bersaglio viene trasferito sul patrimonio della stessa.

Se ciò può da un lato portare, al ricorrere di alcune condizioni, all'ottimizzazione del costo del capitale<sup>91</sup> della società, dall'altro può avere l'effetto di incrementarne il rischio finanziario della stessa; ciò è ancor più vero nel caso in cui il livello di indebitamento risulti essere eccessivo, con riferimento al caso specifico, per svariate ragioni, ivi incluse le mutate condizioni di mercato o di settore nonché per cambiamenti, anche inattesi, nel contesto macroeconomico.

Proprio in ragione di tale possibile effetto, sono stati condotti molteplici studi e ricerche sui possibili vantaggi e rischi correlati alle operazioni di *leveraged buyout*, con diversi orientamenti anche da parte della dottrina economica e finanziaria.

In alcune ricerche viene evidenziato che le operazioni di *leveraged buyout* sono funzionali a consentire un'allocazione delle risorse secondo un criterio di efficienza, ossia a beneficio di quei soggetti che sono in grado di valorizzare tali risorse, favorendo in questo modo l'incremento dei risultati operativi<sup>92</sup>.

<sup>90</sup> V. *supra*, parr. 1 e 3.

<sup>91</sup> Senza alcuna pretesa di esaustività e senza volerci addentrare in questa sede in approfondite tematiche di finanza aziendale, con riferimento a tematiche relative alla struttura finanziaria ottimale e, più in genere, alle teorie relative alla "leva finanziaria", si rinvia, *ex multis*, ai seguenti scritti: SATTIN F.L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., 161-165; HILLIER, ROSS D., WESTERFIELD R., JORDAN B., *Corporate finance, 2nd european edition*, Berkshire (U.K.), 2013, 438 ss.; BREALEY R.A., MYERS S.C., ALLEN F., *Principles of corporate finance*, Berkshire (U.K.), 2014, 448 ss.; BALDI F., *The economics of leveraged buyouts*, cit., 99-109. Brevemente, in base alla *Trade-Off theory*, valutando e bilanciando i vantaggi con gli svantaggi dell'indebitamento, si può individuare l'ammontare ottimale di debito finanziario nella struttura patrimoniale; esisterebbe, dunque, un livello di indebitamento ottimale verso il quale ogni azienda dovrebbe tendere. Tale livello ottimale deriva dalla massimizzazione del *trade-off* tra benefici fiscali associati all'indebitamento finanziario ed i costi del dissesto, di fallimento e di agenzia (per quest'ultimi v. *infra*, nel presente paragrafo).

<sup>92</sup> Sul punto, si veda JENSEN M.C., *Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy*, *Journal of applied corporate finance*, n. 1, vol. 2, 1989, ove viene riportato «LBOs are an interesting example of control transfers that highlight the effect of changes in organizational form and incentives on productivity. It appears there is no explanation for most of the gains other than real increases in operating efficiencies. That in itself is interesting because these are generally situations in which the same managers with the same assets are able,