

IL LEVERAGED BUY OUT

Le novità introdotte dalla riforma del diritto societario

di Claudio Venturi

Sommario: - 1. Premessa. - 2. Il concetto di leveraged buy out. - 3. Il leveraged buy out prima dell'entrata in vigore della riforma del diritto societario. 4. Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario. - 4.1. Le condizioni di applicabilità dettate dall'art. 2501-bis C.C.. - 4.2. Il piano economico-finanziario. - 4.3. Gli effetti della violazione dell'art. 2501-bis C.C. - 5.

1. Premessa

Il leveraged buy out (L.B.O.) è sorto negli Stati Uniti come “*una tra le più audaci operazioni di arrembaggio alle fortune altrui che siano state inventate dalla fertile fantasia degli operatori nordamericani*”¹ e si è sviluppato in territorio europeo dove ha incontrato un ostacolo nuovo rispetto a quelli della terra che gli ha dato i natali: la presenza in tutti gli ordinamenti comunitari del divieto di *financial assistance* espresso dalla II Direttiva CEE in materia societaria (n. 77 del 1991).

Tale normativa si ispira alla legislazione inglese che, sin dal 1948, vieta alla società di concedere prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie.

La norma italiana ricettiva di tale divieto è quella dettata principalmente all'articolo 2358 C.C.² e all'articolo 2357 C.C.³.

¹ COTTINO, Diritto commerciale, le società, Vol. II, Padova, 1999, pag. 324.

² Art. 2358 - *Altre operazioni sulle proprie azioni*

[1] La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie.

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

[3] 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.

³ Art. 2357 - *Acquisto delle proprie azioni*

[1] La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato.

Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate.

[2] L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa l e modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo.

[3] In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate.

[4] Le azioni acquistate in violazione dei commi precedenti debbono essere alienate secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto. In mancanza, deve procedersi senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale. Qualora l'assemblea non provveda, gli amministratori e i sindaci devono chiedere che la riduzione sia disposta dal tribunale secondo il procedimento previsto dall'art. 2446, secondo comma.

Con il leveraged si finisce in sostanza per possedere la propria società utilizzando denaro altrui.

Rispetto ad una norma cessione d'azienda, il L.B.O. permette, per effetto di fusione, di imputare ad avviamento l'eventuale disavanzo da fusione, che potrà essere "spalmato" sui singoli beni patrimoniali della società acquisita, mediante loro rivalutazione, rispetto al valore indicato nei libri contabili della stessa.

Operazione indubbiamente vantaggiosa e quindi appetibile.

Il legislatore, nel delegare al Governo la riforma del diritto societario, ha impartito direttive esplicite in ordine alla trasformazione degli articoli in questione per sopire ogni dubbio sulla legittimità del leveraged.

Al comma 1, lettera d), dell'articolo 7 (rubricato: trasformazione, fusione, scissione) della legge-delega n. 366 del 2001 si legge testualmente "*La riforma della disciplina della trasformazione, fusione e scissione è ispirata ai seguenti principi e criteri direttivi:*

d) 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;"

2. Il concetto di leveraged buy out

Letteralmente "leveraged buy-out" significa **acquisizione attraverso il debito**. In sostanza il L.B.O. consiste in una complessa serie d'operazioni finanziarie preordinate all'acquisto di una società, attraverso il ricorso alla capacità d'indebitamento della stessa.

Il L.B.O. è una operazione d'acquisizione societaria la cui peculiarità consiste nel traslare il costo d'acquisto della società bersaglio (o di una partecipazione di controllo) sul suo stesso patrimonio, vincolando i suoi futuri flussi di cassa al pagamento del debito all'uopo contratto.

V. Salaria ⁴ lo definisce "una istituzione economico-finanziaria ... che consiste nell'indebitamento che un soggetto contrae per acquisire la proprietà di un'azienda, con lo scopo di migliorarne e accrescerne la produttività ed impiegare il maggior valore prodotto per pagare il debito contratto".

Si tratta di una operazione di acquisto di un'impresa con:

- un minimo esborso di capitale di rischio;
- un ampio ricorso a finanziamenti che trovano garanzia nel valore patrimoniale delle attività della società da acquisire.

I debiti contratti per l'acquisto saranno rimborsati con i flussi finanziari generati dalla gestione d'impresa.

Nella sua struttura più classica il L.B.O. può essere così schematizzato:

- La **società X** (Newco) intende acquistare la **società Y** (Target);

[5] Le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona.

⁴ In: *Il leveraged buy out nella riforma societaria*, in *Le società* n. 7/2004, Ipsa Editore.

- La società X (Newco), non disponendo dei mezzi necessari, si fa prestare il capitale dalla **società Z** (banche o società finanziarie) alla quale promette di dare in garanzia le azioni o il patrimonio della società Y (Target);
- Dopo l'acquisizione, la società X (Newco) delibera la fusione con la società Y (Target).

3. Il leveraged buy-out prima dell'entrata in vigore della riforma del diritto societario

Il problema principale sotteso all'operazione di L.B.O. è quello della sua conformità al disposto dell'art 2358 C.C.⁵, secondo il quale *“la società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie”*.

La fattispecie in oggetto si realizza attraverso un'attività di finanziamento diretta a consentire o agevolare l'acquisto d'azioni proprie.

L'art 2358 C.C. persegue le stesse finalità dell'art 2357 C.C.⁶, nel senso che entrambe le disposizioni svolgono la funzione di **tutelare l'integrità del capitale sociale**, di impedire agli amministratori di effettuare manovre speculative sui titoli della società e, di perseverare la stabilità dei mercati dei capitali.

In definitiva, occorre verificare se le operazioni di L.B.O. rientrino nel novero dei divieti sanciti dal 1° comma dell'art 2358 C.C..

L'interrogativo principale verte sul fatto se sia possibile che la società Target (società che si vuole acquistare) conceda delle garanzie per l'acquisto delle proprie azioni, dal momento che il costo finale dell'intera operazione è sorretto dal suo patrimonio. Infatti, occorre precisare che il finanziamento erogato verso Newco (società che intende acquistare) è concesso nella prospettiva di un risanamento del debito contratto attraverso l'utilizzo delle disponibilità economiche di Target o la vendita di suoi cespiti scorporabili.

⁵ Si riporta l'art. 2358 C.C.:

“2358. (Altre operazioni sulle proprie azioni).

1. La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie.
2. La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia.
3. 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”.

⁶ Si riporta l'art. 2357 C.C.:

“2357. (Acquisto delle proprie azioni).

1. La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate.
2. L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo.
3. In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate.
4. Le azioni acquistate in violazione dei commi precedenti debbono essere alienate secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto. In mancanza, deve procedersi senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale. Qualora l'assemblea non provveda, gli amministratori e i sindaci devono chiedere che la riduzione sia disposta dal tribunale secondo il procedimento previsto dall'articolo 2446, secondo comma.
5. Le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona”.

Nel tentativo di risolvere il dilemma, la dottrina si è divisa in **due principali correnti**.

La prima corrente dottrinarica (Montalenti) afferma che il L.B.O. attuato mediante fusione rappresenti sostanzialmente **un negozio complesso in frode alla legge**. Infatti, si tratterebbe di un insieme di atti giuridici, pienamente legittimi se considerati singolarmente, ma che, se considerati globalmente, diventerebbero illegittimi in quanto volti esclusivamente ad aggirare il divieto imposto dall'art 2358 C.C. Quindi, nel momento in cui è dimostrato che la fusione non persegue alcun interesse imprenditoriale, si può conseguentemente dedurre che l'intera operazione sia stata posta in essere con l'unico scopo di traslare sul patrimonio della società bersaglio il costo dell'acquisizione delle azioni della stessa. Quindi ai sensi dell'art 1344 c.c., si tratterebbe di un negozio in frode alla legge e come tale nullo.

Altri autori (Frignani, Marabini, Campobasso) considerano che l'operazione di L.B.O. non contrasti con il dispositivo dell'art. 2358 C.C..

Secondo tali autori, nell'intero procedimento, non vi è alcuna attività della società Target che possa definirsi in contrasto con il divieto di assistenza finanziaria. Infatti, nella fase anteriore all'acquisizione, quando Newco s'indebita per finanziare l'acquisizione di Target, quest'ultima è del tutto estranea all'operazione di finanziamento.

Nel successivo momento dell'acquisizione, la società Target è estranea al contratto. L'unica attività compiuta dalla Target nell'intero procedimento è la fusione in Newco.

La fusione, tuttavia, non configura la costituzione di una garanzia da parte di Target a favore di Newco; essendo un'operazione di per sé neutra e, in quanto tipizzata dal legislatore, legittima, indipendentemente dalle motivazioni che reggono la stessa.

Non può nemmeno affermarsi che con la fusione la società incorporata si accoli il debito contratto dalla società incorporante per l'acquisto delle azioni proprie. L'eventuale accollo, infatti, avverrebbe soltanto per effetto della fusione e quindi in un momento in cui le azioni della Target non ci sono più in quanto già annullate con la fusione.

Dopo la fusione, la società Target non esiste più, essendo stata incorporata in Newco, pertanto, le eventuali garanzie successivamente costituite da Newco, a garanzia del finanziamento assunto per acquistare Target utilizzando cespiti patrimoniali già di Target stessa, non possono, integrare atti di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie.

Alla luce di quanto qui affermato, affinché possa configurarsi la fattispecie vietata dall'art. 2358 C.C., è necessaria al sussistenza dei seguenti elementi: la concessione di un finanziamento o il rilascio di una garanzia da parte di una società e la destinazione del finanziamento o della garanzia all'acquisto delle azioni proprie.

Viceversa l'acquisizione di una società attuata mediante L.B.O. comporta:

- a) l'assunzione di un finanziamento da parte della società acquirente;
- b) l'acquisto delle azioni della Target;
- c) la fusione per incorporazione della Target nella società acquirente.

L'orientamento dottrinale finora descritto mette in luce come nella fase sub a) non si potrebbe verificare alcuna violazione del dispositivo dell'art 2358 C.C.. Da un lato la Newco potrebbe legittimamente indebitarsi al fine di addivenire all'acquisto delle azioni rappresentanti il capitale sociale di un'altra società, dall'altro la società oggetto dell'acquisizione resterebbe completamente estranea ai rapporti intercorrenti fra la banca finanziatrice e la società acquirente.

Questo era il panorama che contraddistingueva il fenomeno L.B.O. prima dell'entrata in vigore della riforma del II Capo del Titolo V del Libro V del codice civile.

La riforma del diritto societario ha introdotto l'art 2501 bis che sembra aver superato i dubbi interpretativi dell'art 2358 C.C. qui sopra brevemente esposti.

4. Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario

Il comma 1, lett. d) dell'articolo 7 della legge 3 ottobre 2001, n. 366, ha disposto che la nuova legge di riforma del diritto societario dovesse *“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”*.

Nel D. Lgs, n. 6 del 2003, con il quale la riforma è stata attuata, la prescrizione della legge delega risulterà, come vedremo, attuata con l'aggiunta di alcune condizioni.

4.1. Le condizioni di applicabilità dettate dall'art. 2501-bis C.C.

Il leveraged buy out (LBO) entra a pieno titolo nel nostro ordinamento in forza della disciplina dettata dall'articolo 2501-bis del Codice civile⁷.

L'art. 2501 bis prevede una serie di obblighi di informazione quando, per effetto della fusione, il patrimonio della società acquisita venga a costituire garanzia generica o fonte di rimborso dei debiti contratti per acquisire il controllo della Target.

L'art 2501 bis prevede che:

- 1) Il **progetto di fusione** deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.
- 2) La **relazione dell'organo amministrativo** che illustra il progetto di fusione deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con l'indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che s'intendono raggiungere.

⁷ Si riporta l'art. 2501-bis C.C.:

“2501-bis. (Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento).

1. Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.

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-*quinqies* 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.

5. Al progetto deve essere allegata [una] (1) relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente.

6. Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-*bis*”.

- 3) La **relazione degli esperti** deve attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione con riferimento alle indicazioni fornite nella relazione dell'organo amministrativo ai sensi del precedente punto.
- 4) Al progetto di fusione deve essere allegata la **relazione della società di revisione** incaricata della revisione contabile obbligatoria della Target o della Newco.

Secondo alcuni autori, con l'articolo 2501 bis C.C. il legislatore ha voluto esprimere la sua intenzione di rendere inapplicabile, alla fattispecie del L.B.O., l'art 2358 C.C.. Tale volontà si evince nell'affermazione: "... *si applica la disciplina del presente articolo...*". Con essa il legislatore ha voluto escludere definitivamente l'applicazione di altre norme affermando la sua volontà di mettere fuori gioco l'art. 2358 C.C. dall'art 2501 bis C.C..

Comunque, alcuni autori, hanno espresso qualche riserva sulla costruzione qui esposta; infatti, diversa potrebbe essere la natura giuridica e la portata sostanziale degli articoli in questione.

Secondo V. Salafia, il primo problema che l'interprete deve affrontare è quello relativo alla determinazione delle condizioni oggettive in presenza delle quali si deve applicare la norma sopra citata.

Il problema nasce, infatti, dal fatto che il testo normativo espone come ipotesi, oggetto della regolamentazione, il caso in cui, in vista di una fusione, una società si indebita per acquisire il controllo di quella con cui intende fondersi.

Si tratta di un indebitamento qualificato dall'unico intento del debitore di impiegare il frutto per l'acquisto del predetto controllo.

"A me sembra, dunque, - scrive V. Salafia⁸ - che l'ipotesi regolata dalla nuova norma consista in una condizione di indebitamento presente nell'economia della società che intende promuovere la fusione, bilanciata dalla presenza nel suo patrimonio di una partecipazione di controllo nella società obiettivo".

Una condotta diversa andrebbe a scontrarsi con il rigore dell'art. 2358 C.C., il quale è stato mantenuto nella riforma nel suo testo originario.

La violazione del divieto prescritto dall'art. 2358 C.C. comporta, infatti, la nullità dell'operazione di indebitamento e della fusione conseguente, in quanto contrastante con una norma certamente posta a tutela dell'interesse generale alla conservazione del patrimonio delle imprese alla sua naturale destinazione e cioè alla garanzia dei loro debiti e non dei debiti altrui.

4.2. Il piano economico-finanziario

Come si diceva sopra, il 2° comma dell'art. 2501-bis C.C. prescrive che nel progetto di fusione gli amministratori della società che la promuove dovranno indicare "*le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione*".

Gli amministratori dovranno, in altre parole, esporre, nella relazione in cui illustreranno le ragioni dell'intera operazione, il piano economico e finanziario che intendono realizzare come effetto della fusione.

Questo piano dovrà, naturalmente, tener conto delle sinergie che sarà possibile realizzare grazie alla compenetrazione degli elementi aziendali della società obiettivo con quelli della società promotrice della fusione.

⁸ Idem.

4.3. Gli effetti della violazione dell'art. 2501-bis C.C.

La violazione delle norme contenute nell'articolo 2501-bis C.C. comporterà la nullità della deliberazione della fusione.

Tuttavia, nel caso l'atto di fusione venga stipulato ed iscritto nel Registro delle imprese, la nullità sarà sanata a norma dell'art. 2504-quater C.C.⁹, salvo al risarcimento dei danni spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione.

⁹ Si riporta l'art. 2504-quater C.C.:

“2504-quater. (Invalidità della fusione).

1. Eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione a norma del secondo comma dell'articolo 2504, l'invalidità dell'atto di fusione non può essere pronunciata.
2. Resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione”.