

Il leveraged buy out nel patto di sindacato

L'operazione di acquisizione mediante indebitamento è stata legittimata dalla riforma del diritto societario e può rappresentare il contenuto di accordi tra soci

di Raffaele Marcello
e Giulio D'Agostino

La definizione di leveraged buy out⁽¹⁾ deve tenere conto dell'eterogeneità che caratterizza le sue ipotesi applicative. Con questo termine infatti, comunemente si connotano operazioni tra loro differenti per soggetti, modalità d'esecuzione e finalità.

L'istituto di origine anglo-americana, attesa la sua efficacia e competitività si è diffuso, col tempo, in tutti gli ordinamenti di civil law.

Tradizionalmente il Lbo viene definito come «l'acquisto di un'impresa da parte di investitori privati, o di un gruppo formato da investitori privati, banche d'affari e investitori istituzionali, finanziato per la

maggior parte da un pacchetto di debiti che verranno rimborsati usando il cash-flow prodotto dall'impresa acquistata, le cui attività o azioni fungono da garanzia collaterale⁽²⁾».

Nella prassi tali operazioni sono finalizzate all'acquisizione di una società (cosiddetta società target) mediante il ricorso al capitale di prestito con la peculiarità che il debito contratto viene rimborsato, successivamente all'acquisizione, con i flussi monetari prodotti proprio dalla target e/o con l'alienazione dei beni della stessa (cosiddetto asset stripping), traslando in tal modo il costo dell'acquisizione sul patrimonio della società acquisita. L'operazione si conclude con la fusione tra la raider (società acquirente) e la società acquisita

(cosiddetto Merger leveraged buy out, o Mblo) che di norma è una nuova società (cosiddetto «veicolo») appositamente costituita per effettuare l'operazione di Lbo⁽³⁾.

■ Il divieto di financial assistance

La descritta tecnica di acquisizione societaria era considerata illegittima da gran parte della dottrina e della giurisprudenza italiana, in quanto in contrasto con le disposizioni di cui agli artt. 2357 c.c.⁽⁴⁾ e 2358 c.c.⁽⁵⁾, relative al diritto di financial assistance⁽⁶⁾.

Per quanto riguarda l'art. 2357 c.c. si riteneva che per effetto dell'operazione di Lbo, la società target avrebbe acquistato le proprie azioni serven-



¹ In seguito per brevità Lbo.

² Così si esprime Sandri, *Il leveraged buy-out negli Stati Uniti, in Il risparmio*, 1987.

³ Per un approfondimento si rinvia tra gli altri a: M. Bignami, *Il leveraged buy out e la riforma del diritto societario*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti* n. 6/2003; P. Montalenti, *Il leveraged buy out*, Giuffrè, Milano, 1991; L.G. Picone, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Giuffrè, Milano, 2002; A. Morano, *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo art. 2501-bis del c.c.*, in *Le Società*, 2003; P. Schlesinger, *Merger leveraged buy out e riforma societaria*, in *Corriere Giuridico*, 2003.

⁴ Rubricato "Acquisto delle proprie azioni".

⁵ Rubricato "Altre operazioni sulle proprie azioni".

⁶ Cir. in sede civile Tribunale Milano 14 maggio 1992 (Il caso *Farmitalia Carlo Erba S.p.a.*), Tribunale Ivrea 12 agosto 1995 (Il caso *Manifattura di Cuornè S.p.a.*), Tribunale Milano 27 ottobre 1997 (Il caso *Trenno S.p.a.*) e Tribunale Milano 4 maggio 1999 (Il caso *SIB Servizi finanziari S.p.a.*). In sede penale Tribunale penale Brescia 1 giugno 1993 (Il caso *Frattelli Marzoli*) e Cassazione penale, sez. V, 4 febbraio 2000, n. 5503 (Il caso *D'Andria*).

dosi della società «veicolo», la quale, pertanto, sarebbe divenuta titolare delle azioni nell'interesse della società emittente, ravvisandosi in tal modo l'illiceità della fusione.

L'operazione, inoltre, sembrava violare il dettato dell'art. 2358 c.c. in quanto il debito contratto dalla società «veicolo» (generalmente con patrimonio molto contenuto) per finanziare l'operazione di acquisto sarebbe traslato alla società target, in contrasto con il divieto di «assistenza finanziaria», che impedisce alla società emittente di accordare prestiti o fornire garanzie per acquistare o sottoscrivere azioni proprie.

Nonostante l'assoluta incertezza giurisprudenziale che regnava in merito a tali operazioni, gli addetti ai lavori hanno continuato a porre in essere operazioni di Lbo ricorrendo ad una interpretazione letterale della norma, partendo dal presupposto che, al momento della concessione di un prestito o di una garanzia, le azioni acquistate non erano «proprie», ma di «un'altra società». Certo, attraverso la fusione, le azioni sarebbero diventate «proprie», ma ciò sarebbe avvenuto solo in un momento successivo.

A sostegno di tale tesi, appare opportuno ricordare brevemente le varie fasi della tecnica in esame, che sono:

a) l'assunzione di un finanziamento da parte della società acquirente;

b) l'acquisto delle azioni della target;

c) la fusione della target nella società acquirente.

L'assunzione del finanziamento, fase sub a), non costituisce violazione dell'art. 2358

c.c., in quanto la società acquirente può legittimamente indebitarsi al fine di acquisire le azioni di un'altra società. Inoltre, la target è completamente estranea ai rapporti intercorrenti fra banca finanziatrice e società acquirente.

Allo stesso modo non si ha violazione delle disposizioni di cui all'art. 2358 c.c. nel corso della fase sub b) in quanto l'acquisto da parte della società acquirente delle azioni della target non intacca l'integrità del capitale sociale della stessa. In più, la garanzia concessa dalle banche finanziatrici ha ad oggetto le azioni della target ed è prestata dalla società acquirente.

Infine, l'atto di fusione, fase sub c), non realizza mai il risultato vietato dall'art. 2358 c.c.; in particolare, per effetto della fusione si ha l'acquisto del patrimonio della società bersaglio da parte dell'acquirente; la target si estingue e le azioni costituenti il capitale sociale della stessa vengono annullate, senza traslare il debito contratto dalla società acquirente sul patrimonio della target.

■ Il nuovo art. 2501-bis c.c.

Il **dlgs 17 gennaio 2003 n. 6** con l'art. 2501-bis c.c.⁽⁷⁾ ha spianato la strada alle operazioni di Lbo, che da tempo richiedevano, in Italia, un intervento legislativo che ne sancisse a chiare lettere la legittimità⁽⁸⁾, prevedendo i seguenti adempimenti:

1) il progetto di fusione deve indicare le risorse finanziarie necessarie al soddisfacimento delle obbligazioni della società

risultante dalla fusione;

2) la relazione dell'organo amministrativo deve specificare le ragioni che giustificano l'operazione, con un piano economico finanziario;

3) la relazione degli esperti deve attestare la «ragionevolezza» delle indicazioni contenute nel progetto di fusione;

4) la relazione della società di revisione, da allegare al progetto di fusione, deve confermare la «ragionevolezza» delle indicazioni contenute nel progetto di fusione, con particolare riferimento alle modalità di rimborso del finanziamento, e la verosimiglianza contabile di tali informazioni.

Tale disposizione, volta a renderne l'applicazione più trasparente, ha permesso di abbattere definitivamente la teoria che voleva il Lbo essere un'operazione illecita, senza ovviamente arrivare al paradosso di considerare la stessa sempre e comunque ammissibile.

Nessun dubbio esiste qualora il meccanismo di Lbo prevede la costituzione di una società «veicolo» con capitale esiguo e che ricorre in misura prevalente al debito per acquistare la società target traslando su quest'ultima l'intero onere dell'investimento. Il dubbio sorge quando l'acquisizione è posta in essere da un'impresa dotata di mezzi propri la quale finanzia l'acquisizione ricorrendo in misura significativa al mercato del credito.

Nella ratio dell'art. 2501-bis c.c. ciò che prevale non è il semplice ricorso all'indebitamento da parte dell'acquirente, ma piuttosto il successivo trasferimento di tale debito dall'econo-

⁷Rubricato "Fusione a seguito di acquisizioni con indebitamento".

⁸Per un'analitica illustrazione della norma si rimanda al lavoro di M. Reboa, *Le operazioni di Leveraged buy out e l'art. 2501-bis c.c.: prime considerazioni*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 6/2003.

mia del soggetto acquirente a quella del soggetto acquisito. Sarà, quindi, necessario una complessa e articolata stima circa l'effettivo verificarsi della condizione traslativa del debito e sui suoi effetti a carico della società acquisita.

La valutazione richiede la predisposizione di un piano finanziario (business plan) dell'entità risultante dalla fusione che costituisce la piattaforma conoscitiva dalla quale attingere informazioni utili ad assicurare un'adeguata trasparenza dell'operazione. In particolare, il piano finanziario deve:

- a) fornire un'analitica indicazione delle obbligazioni assunte che risulteranno a carico del nuovo soggetto;
- b) mettere in evidenza la provenienza delle risorse destinate ad estinguere il debito acceso dalla società acquirente;
- c) illustrare compiutamente gli obiettivi intermedi di carattere industriale e finanziario che stanno a fondamento dell'operazione.

Si può affermare, quindi, che con la previsione nell'art. 2501-bis di obblighi informativi e valutativi ulteriori rispetto a quelli degli altri tipi di fusione tra società, l'istituto è stato posto «sotto tutela speciale»¹⁹.

È opportuno rilevare che, se è intuibile la finalità che i maggiori obblighi informativi intendono perseguire, non si comprende con certezza quale sia il grado di dettaglio e l'oggetto stesso delle informazioni e delle valutazioni richieste dalla norma.

Il che non è di poco conto, ove solo si ricordi che, ai sensi del sesto comma dell'art. 2501-sexies¹⁸ c.c., l'esperto che è chiamato ad esprimere la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione «risponde dei danni causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi».

■ Le ragioni che giustificano l'operazione di Lbo

Un primo problema da porsi riguarda le ragioni che giustificano il ricorso alla tecnica di Lbo.

A ben vedere queste ultime appaiono relativamente semplici da spiegare per la società «veicolo», la quale a seguito della fusione, è in grado di far fronte al fabbisogno derivante dall'acquisizione della partecipata utilizzando le risorse da questa prodotte.

Il discorso è sicuramente più complesso per la società target sulla quale si riflettono a prima vista gli effetti economico-finanziari legati all'operazione di Lbo, circostanza questa difficilmente coniugabile, a prima vista, con l'interesse sociale.

In questo caso le motivazioni della fusione con una società fortemente indebitata potrebbero risiedere nell'opportunità di generare nuovo valore economico per gli azionisti di entrambe le società, avendo la possibilità di manovrare sul tasso di indebitamento della società risultante dall'operazione al fine di ricercare una

proporzione ottimale tra debiti ed equity.

Ovviamente le ragioni che giustificano siffatte situazioni non possono essere solo di natura meramente finanziaria, rilevando soprattutto il più ampio progetto imprenditoriale che, in genere rappresenta il reale valore aggiunto realizzabile attraverso tali procedimenti.

Ciò significa chiedere all'organo giurisdizionale (soggetto che in ultima analisi è chiamato a risolvere la questione) di esprimere valutazioni di tipo imprenditoriale, che, per cultura e formazione mentale, il giudice (non sempre aperto ad accettare i risultati raggiunti dalle scienze economiche) difficilmente potrà assumere.

In attesa del formarsi di una prassi certificata dalla giurisprudenza, sarebbe prudente, come è stato già da più parti suggerito e in pratica già attuato²⁰, fare riferimento alle scienze economico-aziendali e ai criteri da esse elaborati, auspicando che la prima finisca per fare proprie le conclusioni elaborate dalle seconde.

■ L'ambito operativo delle Lbo

Un ulteriore aspetto da evidenziare riguarda l'ennesima scelta del legislatore di non aver voluto specificamente definire tali operazioni, in quanto sempre più restio a definire i «nuovi» contratti e preoccupato di «ingabbiare» tali fattispecie in norme di lento e faticoso aggiornamento.

¹⁹ Sul contenuto di tali obblighi e su taluni dubbi interpretativi che il coordinamento dell'art. 2501-bis c.c. pone con altre norme ben si esprime M. Reboa, *op. cit.*

²⁰ Rubricato "Relazione degli esperti".

²¹ A tal proposito si rinvia all'intervento del dott. Alfredo Malguzzi tenutosi nell'ambito del corso di formazione professionale continua organizzato dalla Fondazione dei Dottori Commercialisti di Milano, concernente La nuova disciplina del Leveraged Buy Out nel corso del quale è stato illustrato come, in una recentissima operazione, si sia scelto di dare anticipata esecuzione alla norma in esame e come si siano decisi di risolvere i suddetti problemi interpretativi.

La definizione di un'operazione di Lbo viene, quindi, delegata alla prassi, limitandosi la norma (art. 2501-bis c.c.) a regolare uno dei suoi aspetti maggiormente caratterizzanti: la fusione di (due o più) società, una delle quali ha «contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra società, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti».

Ciò non autorizza a limitare il campo di applicazione di tale disposizione alla sola (e più classica) ipotesi di Lbo, realizzata attraverso l'utilizzo di una società «veicolo» che si fonde poi con la target. Nulla vieta, infatti, che la fusione avvenga con diverso tipo di società, avente magari funzione di holding, con altri assets al proprio attivo.

Nella prassi, comunque, sono state individuate differenti tipologie di Lbo¹²⁰:

- asset sale, qualora oggetto immediato e diretto del progetto siano i beni aziendali;
- transaction sale, qualora oggetto immediato e diretto dell'operazione siano le azioni della target;
- management leveraged buy-out, nel caso in cui tra i soci della società acquirente vi siano anche i manager della società target;
- management leveraged buy-in, qualora tra i soci dell'acquirente vi siano manager esterni alla società bersaglio;
- employ buy-out, quando

all'acquisto partecipano anche i dipendenti della target;

- family buy-out, nelle quali si procede alla ristrutturazione dell'assetto proprietario di aziende familiari.

■ I collegamenti con l'art. 2341-bis c.c.

L'operatore che si appresta a predisporre una iniziativa di Lbo, dovrà osservare anche tutte le altre norme che, sono comunque applicabili a tale complessa fattispecie, con particolare riguardo alle previsioni di carattere fallimentare, a quelle di carattere penale-societario e alle altre civilistiche.

Particolare attenzione merita la regolamentazione, introdotta con la riforma, dei patti parasociali¹²¹ per le non quotate, prevista dai nuovi artt. 2341-bis¹²² e 2341-ter¹²³ c.c.

Un programma di Lbo consiste, da un punto di vista giuridico, in un insieme piuttosto complesso di rapporti molti dei quali rientranti nelle casistiche regolate dall'art. 2341-bis c.c.

Oltre alle tradizionali clausole relative all'acquisto vero e proprio, comunemente si rinvengono disposizioni attinenti a:

- nomina concordata di uno o più amministratori e/o di uno più sindaci della società target e impegno di sostituire gli stessi secondo meccanismi predefiniti a tutela di uno o più soci;
- indicazione delle materie da sottoporre all'assemblea o al consiglio di amministrazione e di particolari quorum deliberativi con eventuali diritti di veto;

- impegno ad adottare e/o a mantenere, per tutta la durata dell'accordo, un determinato statuto della società target;

• indicazione della politica degli investimenti della società target e indicazioni di precisi impegni contrattuali relativi al periodo breve e medio (future acquisizioni, fusioni, sottoscrizioni di joint ventures, stipulazione di contratti di fornitura, finanziamento, advisory, locazione ecc.).

Ne costituiscono ulteriori esempi:

- divieto imposto alla società target di effettuare operazioni particolari (in genere straordinarie) senza il preventivo assenso dei creditori, di distribuzione dei dividendi senza il preventivo assenso dei creditori, a contrarre nuovi debiti, a superare il tetto massimo stabilito per spese in conto capitale, di alienazione di determinati assets, di costituzione di garanzie (pegni, ipoteche);

- obbligo di mantenere, per tutto il periodo interessato, un prefissato rapporto tra capitale di rischio e capitale di debito;
- impegno di conservare un minimo di liquidità;
- obbligo a mantenere determinati indici di bilancio.

Nei contratti di finanziamento, che assistono un'azione di Lbo, invece, oltre alle tradizionali obbligazioni, chi eroga il finanziamento richiede delle precise garanzie, cosiddette «indirette», in merito alla vita della società finanziata dal momento della sottoscrizione del contratto a quello della restituzione.

¹²⁰ La classificazione è suggerita da A. Morano, op. cit. In argomento consulta anche R. Marcellio, *Leveraged buy out più trasparente*, in *Italia Oggi* del 28 maggio 2003.

¹²¹ Per una descrizione analitica si rimanda a: M. Bignami - G. Calabi, *I patti parasociali: l'evoluzione della giurisprudenza e la riforma del diritto societario. Implicazioni per le M & A*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 4/2003.

¹²² Rubricato "Patti parasociali".

¹²³ Rubricato "Pubblicità dei patti parasociali".

In particolare, è comune rinvenire disposizioni relative alla governance della target, inclusa una notevole serie di restrizioni o limitazioni alla libertà di agire della società finanziata (cosiddette *covenants*¹⁶ che possono assumere anche il carattere di imposizioni ad agire e non solo a non compiere determinati atti), che sono volte a mantenere la struttura finanziaria dell'operazione e, quindi, il suo profilo di rischio.

Molte delle clausole sopra ricordate sono facilmente riconducibili alla casistica di cui all'art. 2341-bis c.c. nelle quali si rinviene «il fine della stabilizzazione dell'assetto proprietario o gestionale della società» ed hanno «per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante» sulla società. Tali disposizioni dovrebbero essere sottoposte al limite temporale dei cinque anni previsto dall'art. 2341-bis c.c. o, a seconda dei casi, alla recedibilità dalle stesse con preavviso di sei mesi.

Allo spirare del termine legale, secondo parte consistente

della dottrina, il rapporto parasociale necessariamente si estingue; per continuarlo le parti devono nuovamente esprimere una manifestazione di volontà in tal senso. Appare evidente, pertanto, che il novellato art. 2431-bis c.c. impone una nuova impostazione delle suddette operazioni in quanto, dal 1° gennaio 2004 allo scadere del quinto anno dalla sottoscrizione (per i contratti sottoscritti da quella data in poi) si dovranno rinegoziare tutte le clausole esaminate. Tale rinegoziazione costituirà certamente un momento assai critico dell'operazione (specie se, nel frattempo, le prospettive economiche e finanziarie della operazione saranno mutate).

■ Riflessioni conclusive

Per evitare tali conclusioni, si potrebbe invocare la circostanza che, quanto meno con riferimento ai finanziamenti nei piani Lbo, la stabilizzazione è mantenuta non a favore dei soci ma dei soggetti finanziatori.

A prescindere dalla constatazione che anche in questi casi ricorre un chiaro interesse primario dei soci (che altrimenti non otterrebbero il finanziamento), sembra che la norma non consenta di tracciare tali distinzioni, anche se parte di un patto parasociale può benissimo essere un non socio e, quindi, anche un finanziatore.

L'art. 2341-bis c.c., inoltre, individua una sola categoria di patti parasociali senz'altro sottratta alla disciplina della durata: si tratta dei «patti strumentali ad accordi di collaborazione nella produzione o nello scambio di beni o servizi e relativi a società interamente possedute dai partecipanti all'accordo»¹⁷. Pertanto, prevedendo la stessa norma una sola eccezione, è ovvio che agli altri casi illustrati si applichi la regola generale. Il futuro ci dirà se tali conclusioni siano ineludibili o se, viceversa, si svilupperà una giurisprudenza tesa a circoscrivere la nozione, oggi assai (o, forse, troppo) ampia, di patto parasociale ovvero ad estendere l'area delle eccezioni.

¹⁶ Sugli effetti che subiranno tali rapporti contrattuali, a seguito dell'introduzione degli IAS. Cfr. R. Marcello, *Un percorso a ostacoli per gli IAS*, in *Italia Oggi* del 15 ottobre 2003.

¹⁷ La fattispecie è probabilmente da inquadrare nei c.d. contratti di joint venture, caratterizzati dalla partecipazione paritetica a società rivolte a realizzare attività di durata solitamente eccedente il quinquennio. Da notare che la strumentalità, secondo autorevole dottrina, vada intesa nel senso di accessoria rispetto al contratto di joint venture.