

**Luiss**

Libera Università  
Internazionale  
degli Studi Sociali

**Guido Carli**

**CERADI**

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

## **Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale**

**Niccolò A. Bruno**

**febbraio 2002**

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione.

## 1. Premessa.

Particolare importanza rivestono, nello studio dei fenomeni di ristrutturazione industriale e finanziaria, quelle operazioni societarie che tradizionalmente vengono identificate come attività di *merger and acquisitions* (fusioni ed acquisizioni). Tali complesse attività, fra le quali rientra anche l'operazione finanziaria di *leveraged buy out*, hanno avuto dalla seconda metà degli anni '80, una notevole diffusione in quanto i mutati scenari economici internazionali - sempre più volti alla creazione di un mercato economico globale - hanno impresso una forte accelerazione a radicali ristrutturazioni societarie poste in essere al fine di raggiungere un profilo dimensionale idoneo per competere efficacemente nel libero mercato <sup>(1)</sup>.

I fenomeni di riorganizzazione aziendale, peraltro, non sono tipici solo di fasi "espansive" dell'economia ma ricorrono con uguale importanza, anche se per motivi inversi, nei periodi di "crisi" dei mercati e di difficoltà delle imprese. In tale ultima situazione, i *managers* risulteranno impegnati nella ricerca di una semplificazione organizzativa della struttura societaria che permetta il conseguimento di migliori livelli di competitività, di una migliore allocazione delle risorse produttive, di un rapido ripianamento delle posizioni debitorie.

Gli strumenti giuridici attraverso i quali raggiungere tali eterogenei risultati sono molteplici: accanto a quelli tradizionali quali, per esempio, accordi commerciali, acquisizione e conferimenti d'azienda, ve ne sono altri più "moderni" per regolamentazione normativa o per utilizzazione: fusioni, scissioni, acquisizione di pacchetti di controllo mediante offerte pubbliche di acquisto (o.p.a.) e di scambio (o.p.s.), creazione dei c.d. gruppi societari ecc.. In tale ultima "categoria" vi rientra anche una particolare tecnica di acquisizione, di origine anglosassone, che prende il nome di *leveraged buy out* (LBO) e che consiste, sinteticamente, nell'acquisire una società o parte dei suoi beni, utilizzando prevalentemente capitale di prestito che verrà successivamente

---

<sup>(1)</sup> Cfr.: G. M. GROS PIETRO, E. REVIGLIO, A. TORRISI, *Assetti proprietari e mercati finanziari europei*, 2000; D. ARCHIBUGI - G. IMPERATORI, *Economia globale ed innovazione. La sfida dell'industria italiana*, Roma, 1997.

garantito mediante le azioni o i beni della società acquisita e poi rimborsato attraverso il flusso di cassa proveniente da tale società <sup>(2)</sup>.

Si tratta, com'è evidente, di un'operazione che presenta un notevole margine di rischio in quanto basata su un elevato grado di indebitamento e la cui riuscita è subordinata al perfetto interagire dei numerosi attori che a vario titolo vi prendono parte: la *merchant bank* che ha il compito di coordinare l'intera operazione; gli istituti di credito che erogheranno i finanziamenti; gli amministratori che dovranno gestire l'acquisizione e la successiva fusione fra le società coinvolte nell'operazione.

Come accennato, la tecnica di acquisizione denominata *leveraged buy out* si è sviluppata nei paesi anglosassoni ed in particolare negli Stati Uniti dalla fine degli anni settanta, come evoluzione di un fenomeno rispetto al quale le azioni di una *public company* venivano comprate da pochi "investitori" privati (c.d. *going private*). In un lasso di tempo relativamente breve essa è diventata una tecnica finanziaria di acquisizione estremamente diffusa ed importante fino alla prima metà degli anni novanta nel corso dei quali però, un insieme di fattori (crisi economica, aumento dei tassi d'interesse, ecc.), hanno determinato il fallimento di molti LBO sia negli Stati Uniti sia in Europa <sup>(3)</sup>. Ciò ha prodotto una sorta di

---

<sup>(2)</sup> Il tratto caratteristico di tale operazione, oltre alle assai eterogenee modalità di realizzazione, risiede nella circostanza che l'acquisizione delle azioni della *target* o del complesso aziendale di questa avviene attraverso un ridotto apporto di capitali propri dell'acquirente ed invece un massiccio ricorso al capitale di prestito ottenuto, attraverso una complessa operazione di finanziamento, sulla base della capacità di indebitamento (c.d. leva finanziaria) dell'entità oggetto di acquisizione. Di conseguenza l'effetto novità di tale operazione deriva principalmente dalla terminologia anglosassone utilizzata per la sua identificazione più che dalla sostanza dell'operazione. Ed infatti si tratta di un'acquisizione di un'azienda tramite il ricorso ad un rilevante indebitamento concesso da istituti di credito dietro la promessa della costituzione di una garanzia reale su i beni o sulle azioni della società da acquisire.

Come si avrà modo di evidenziare fra le principali conseguenze economiche del LBO risulta esserci quella per la quale il debito contratto per l'acquisizione della *target* verrà "portato a valle e ripagato non più con i mezzi del debitore originario ma esclusivamente con quelli dell'azienda acquisita. Questa provvederà a ripagare il debito con i propri flussi di cassa, generati a loro volta o da risorse interne: profitti, ammortamenti, fondi, cessioni di componenti patrimoniali ridondanti (quindi cura dimagrante); oppure con il ricollocamento del debito di carattere esogeno e sua distribuzione nel tempo con meccanismi quali: emissioni obbligazionarie e/o di azioni privilegiate, aumenti di capitale, *leaseback* di immobili strumentali, ricorso al mutuo fondiario, cessione anticipata di crediti, prestiti con *warrants* ecc. in pratica cioè applicando con maggior spregiudicatezza, disinvoltura o competenza quelle tecniche di smobilizzo finanziario che la vecchia proprietà non aveva pensato di utilizzare o per eccessivo conservatorismo tradizionale o per non averne bisogno o per averle ignorate" (cfr.: A. CREMONESI, *Intervento*, in *Dir. fall.* 1990, I, 667).

<sup>(3)</sup> Quanto ad alcuni dati circa la diffusione del LBO: vd. E.I. ALTMAN – A. SMITH, *Ristrutturazioni per mezzo di leveraged buy-out: un ruolo per l'Europa*, in *Econ. & Man.*, 1993, 114.

“demonizzazione” di tale tecnica di acquisizione finanziaria molto spesso poco motivata ed ingiustificata<sup>(4)</sup>.

Tale atteggiamento di sospetto, se non di vera e propria avversione preconcetta, alla legittimità di tale operazione traspare, in misura piuttosto evidente, anche dalla lettura di parte della numerosa dottrina italiana che ha affrontato le problematiche giuridiche, economiche e fiscali che tale operazione pone nel nostro ordinamento<sup>(5)</sup>.

L'intento perseguito con la rassegna di tutte le pronunce giurisprudenziali che hanno affrontato, direttamente o in via meramente incidentale, la questione della legittimità nell'attuale ordinamento societario dell'operazione di *leveraged buy out* è, allora, quello di offrire all'operatore un quadro completo di come sono state qualificate e risolte dai giudici le principali problematiche che tale complessa operazione pone.

In particolare, premessa la descrizione operativa ed economica del LBO e dei suoi modelli di attuazione, verranno descritte sia le operazioni concrete poste in essere, così come emergono dalla lettura dei provvedimenti giurisdizionali, sia le problematiche giuridiche che sono state affrontate e risolte dai giudici in sede civile ed in sede penale.

---

<sup>(4)</sup> Significative appaiono le parole dell'ex presidente della SEC, J. Shad, già nel 1984: “*the more leveraged takeovers and buyout today, the more bankruptcies tomorrow*” (SHAD, *The Leveraging of America*, Wall St. J., June 8, 1984, 28, col. 4).

<sup>(5)</sup> In generale, fra i contributi più autorevoli che si sono occupati dell'operazione di *leveraged buy out*, si segnalano: B. BERTINI, *LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, in *Contr. e imp.* 2000, 1439; G.P. ACCINNI, *Operazioni di leveraged buyout ed un preteso caso di illiceità penale*, in *Riv. soc.*, 2001, 193; J. VENDER, *Il leveraged buy-out: una tecnica finanziaria per acquisire la proprietà di un'azienda*, in *Finanza, Marketing e Prod.*, 1986, I, IV, 230; P. FARCHIONE, *Leveraged buy-out*, in *Amm e fin.*, 1987, 1, 42; P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Milano, 1991, 117; U. MORELLO, *Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy out e management buy outs*, in AA.VV. *Fusioni concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990, 121; F. GRANDE STEVENS, *Fuori chi bara*, in *Espansione*, 1988, 50; F. MARABINI, *I problemi sempre attuali del leveraged buy out*, in *Giur. comm.*, I, 1996, 165; R. PARDOLESI, *Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 402; V. DE SENSI, *Brevi note sul leveraged buy out*, in *Dir. fall.*, 1996, I, 243; B. TINTI, *I profili penali del leveraged buy-out e la responsabilità degli istituti bancari*, in *Il Fisco*, 1997, 7409.

## **2. I modelli di *leveraged buy out*.**

Con l'espressione *leveraged buy out* (LBO) si suole indicare, genericamente, una particolare operazione finanziaria finalizzata all'acquisto di una società (o di un ramo aziendale), mediante il ricorso a capitali di prestito forniti da istituti di credito e/o da società finanziarie specializzate che verranno, terminata l'operazione, garantiti e successivamente rimborsati o mediante gli utili prodotti dalla società acquisita o mediante la cessione, di alcuni o di tutti, i cespiti aziendali della stessa.

Tale modello "base" conosce, nella prassi societaria, notevoli varianti e diverse configurazioni che traggono origine sia dalle caratteristiche della società che si vuole acquisire sia dai soggetti che pongono in essere l'operazione di acquisto. Di conseguenza è di preliminare importanza descrivere le modalità attraverso cui il *leveraged buy out* può trovare pratica attuazione <sup>(6)</sup>.

In primo luogo viene in rilievo quella tipologia di operazione che ha ad oggetto l'acquisto delle azioni o quote di una società "obiettivo" o *target company*, al fine di acquisirne il controllo totalitario o anche di maggioranza (c.d. *leveraged stock acquisition*). Tale operazione, nella prassi, viene attuata attraverso la costituzione di un'apposita società di capitali (c.d. società veicolo o *newco*), fortemente sottocapitalizzata in relazione all'operazione che si vuole realizzare, che procederà all'acquisto o mediante un'o.p.a. (nel caso di azioni quotate),

---

<sup>(6)</sup> Quanto alla pluralità delle forme con le quali, nella prassi societaria, si può configurare il LBO significativo risulta quanto affermato da R. PARDOLESI, *Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in Giur. comm., 1989, I, 402 per il quale "l'LBO è una bestia proteiforme. Si presenta nelle forme più disparate, che mettono a dura prova le capacità classificatorie di giuristi anche navigati".

Non volendoci peraltro sottrarre a tale tentativo possiamo ricordare, oltre alle modalità indicate nel testo quelle piuttosto diffuse nella prassi americana che vengono identificate con il nome di: *employee buy out* (quando l'acquisizione è effettuata da un gruppo di dipendenti della società bersaglio; cfr.: F. BONO – S. ANANIA, *L'utilizzo dell'Employee stock ownership plan in uno schema di leveraged buy out: un istituto da diffondere in Italia?* Bologna, 1990, 165); *family buy out* (quando il controllo della società viene acquisito da alcuni componenti del nucleo familiare già titolari di una partecipazione rilevante); *corporate buy out* (nella quale l'acquisizione del controllo della target con il ricorso a capitale di prestito viene effettuata da una società già operativa e non da una appositamente creata); *institutional buy out* (che si realizza quando i soggetti finanziatori non si limitano ad erogare i prestiti ma diventano anche soci della *newco*); *fiscal buy out* (quando l'operazione di acquisizione sia stata posta in essere unicamente per conseguire vantaggi fiscali).

oppure mediante una “contrattazione” diretta con i soci della società che si intende acquistare (cd. *target company* o società bersaglio) <sup>(7)</sup>.

Successivamente all’operazione di acquisto molto spesso verrà deliberata una fusione fra le società coinvolte in modo tale che, in conseguenza della confusione dei patrimoni, l’indebitamento contratto dalla *newco* per il compimento dell’operazione risulterà traslato sul patrimonio della società acquisita <sup>(8)</sup>. In tal caso si è in presenza di un *merger leveraged buy-out* (MLBO) il quale, a seconda delle caratteristiche della fusione, deve essere distinto fra *forward L.b.o* che comporta l’incorporazione della *target* nella *newco* (fusione c.d. diretta) e *reverse L.b.o* che si caratterizza, invece, per l’incorporazione della società veicolo nella società bersaglio.

Nel caso, invero meno frequente, in cui l’operazione di LBO si concluda con la sola acquisizione del patrimonio o delle azioni della società bersaglio, è evidente come tale tecnica finanziaria presenti caratteristiche particolari con riferimento alle modalità di acquisizione del finanziamento e a quelle della sua restituzione.

Ipotesi particolare di LBO è quella che vede come protagonisti i dirigenti della società *target*: in tal caso si parla di *leveraged management buy out* in quanto sono i *manager* che, attraverso la previa costituzione di una *new company*, mirano ad acquisire il controllo della società da loro stessi amministrata <sup>(9)</sup>.

---

<sup>(7)</sup> Il capitale della *new company* risulta generalmente inferiore al prezzo complessivo di acquisto delle azioni della *target* (J.VENDER, *Il leveraged buy-out*, cit., 234). E’ per questo motivo che al fine di ottenere il credito necessario per l’operazione di acquisto la *newco* si impegna ad offrire a garanzia le azioni (pegno, negozio fiduciario, ecc.) o i beni della società *target*.

<sup>(8)</sup> Ed è proprio questa finalità-obiettivo economico, generalmente realizzato attraverso la fusione per incorporazione della *target* nella *newco*, per effetto della quale la società acquisita finisce con il rimborsare con il proprio patrimonio il debito contratto per l’acquisto delle proprie azioni, che ha posto la questione della legittimità dell’operazione stessa dato che essa appare a prima vista in contrasto con il disposto dell’art. 2358 secondo il quale “la società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l’acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie”.

<sup>(9)</sup> L’operazione di *management buy out* trova larga diffusione allorché i manager vogliono mettersi in proprio senza peraltro disporre di risorse finanziarie sufficienti per acquistare la società (sia questa l’azienda in cui lavorano o sia una società terza messa in vendita dai proprietari): cfr. E.I. ALTMAN – A. SMITH, *Ristrutturazioni per mezzo di leveraged buy out: un ruolo per l’Europa*, in *Econ. & man.*, 1993, 1, 114; T. PENCARELLI, *Leveraged buy out e processi di successione nelle imprese familiari*, in *Econ. & Man.*, 1993, 5, 73; P. SINGER, *Assetti proprietari e leveraged management buy out*, in *Fin. Mar. e prod.*, 1995, 1, 79.

Secondo un recente rapporto pubblicato dal Cmbor/Deloitte & Touche e Barclays Private Equity, l’anno 2000 ha visto il compimento, in Europa, di *management LBO* per un

Tradizionalmente tale operazione è stata considerata con un certo favore dagli aziendalisti in quanto permette, da un lato, la ricongiunzione del controllo gestionale alla proprietà delle imprese; dall'altro, nel caso di un *team management* motivato e dinamico, le probabilità di successo dell'operazione risultano essere decisamente elevate così come le possibilità di rilancio e sviluppo dell'impresa acquisita <sup>(10)</sup>.

### **3. Il *leveraged buy out* attraverso la casistica giurisprudenziale.**

La rassegna delle pronunce giurisprudenziali che si sono occupate negli ultimi dieci anni di valutare la liceità o illiceità dell'operazione di LBO permette di verificare come tale operazione sia stata qualificata dalle corti di merito e di legittimità.

In via preliminare debbono essere fatte alcune considerazioni. In primo luogo la giurisprudenza che ha affrontato il problema della liceità di tale operazione non è particolarmente numerosa sia perché, molto spesso, tale tecnica di acquisizione ha avuto ad oggetto società con una ristretta base azionaria nelle quali l'accordo di compravendita viene facilmente raggiunto con tutti i soci (risultando così molto limitate le probabilità di contestazioni), sia per una precisa ragione giuridica che deriva dalla particolare disciplina dell'invalidità della fusione e che costituisce un indubbio "ostacolo" a pronunce dirette sulla legittimità di tale operazione <sup>(11)</sup>.

---

valore pari a 37,4 miliardi di euro con un incremento di valore del 16% rispetto al 1999. Dalla ricerca emerge che i MLBO sono un fenomeno prevalentemente anglosassone e che l'Italia è in ultima posizione quanto al valore delle operazioni realizzate. Ciò perché, si afferma, "il *management* della piccola e media azienda ha scarso senso imprenditoriale" e per lo scarso sostegno al compimento di tali operazioni che proviene dal mondo bancario e finanziario.

<sup>(10)</sup> La dottrina è concorde nel sottolineare come nel nostro sistema economico caratterizzato da molte imprese familiari il cui andamento economico è fortemente condizionato alle vicende personali di chi le gestisce a da progressive operazioni di concentrazioni e fusioni al fine di meglio rispondere alla crescente competizione internazionale, l'operazione di LBO si configura come uno strumento molto utile per trasferire la proprietà delle imprese familiari ad altri soggetti più capaci e motivati, ma che non dispongono dei mezzi finanziari necessari per procedere ad un'acquisizione "ordinaria".

<sup>(11)</sup> Ai sensi infatti dell'art. 2504quater l'invalidità della delibera di fusione non può essere pronunciata una volta che questa sia stata iscritta nel Registro delle Imprese. In considerazione della sostanziale abrogazione del controllo di omologazione (l. 24 novembre 2000, n. 340), ciò avverrà in tempi estremamente brevi rendendo, di fatto, quasi impossibile al socio dissenziente di ottenere tale forma di tutela.

La preclusione per il giudice di dichiarare in via principale l'invalidità della fusione, con l'effetto che ne consegue di far retrocedere la soggettività delle società coinvolte alla

Di poi, è importante evidenziare come sia la giurisprudenza sia la dottrina abbiano utilizzato il termine di *leveraged buy out* in modo estremamente generico senza tener presente, invece, che il modello operativo che ricade sotto tale denominazione può assumere svariate caratteristiche. Risulta quindi molto difficile – se non fuorviante – ritenere di ricavare da alcune massime riferite a peculiari modelli operativi i principi o la soluzione valida per la generica operazione. L'analisi della casistica giurisprudenziale appare, comunque, rispetto a tale operazione societaria di duplice importanza: da un lato perché, pur con i limiti in precedenza illustrati, permette di verificare in concreto quali modelli – e sulla base di quali argomentazioni - sono stati considerati illeciti dalla giurisprudenza; dall'altro perché dimostra, al di là di generiche affermazioni, come fino ad oggi non vi è stata nessuna pronuncia che abbia dichiarato l'illiceità del modello più importante di *leveraged buy out* e cioè di quello che si completa con la fusione fra le società coinvolte (c.d. *merger leveraged buy out* – MLBO) per violazione diretta o indiretta di norme imperative.

- Il caso Farmitalia Carlo Erba s.p.a. (in sede civile)<sup>(12)</sup>

La prima decisione giurisprudenziale che si è occupata di un'operazione di *merger LBO* è stata quella del Trib. Milano, 14 maggio 1992, Furlan c. Farmitalia Carlo Erba s.r.l., Nuova Montedison s.p.a. ed altri <sup>(13)</sup>.

In questa decisione, la cui importanza risiede nel fatto che per la prima volta nel nostro ordinamento è stata sottoposta all'attenzione della giurisprudenza un'operazione societaria di *merger leveraged buy out*, i giudici di Milano non si sono pronunciati in via diretta sulla liceità/illiceità dell'operazione di LBO in quanto ciò venne impedito dalla dichiarazione di

---

situazione *quo ante*, non impedisce comunque che essa sia accertata in via incidentale. Ciò infatti risulta necessario ai fini della tutela risarcitoria riconosciuta *ex lege* (art. 2504quater, 2° comma).

Per un esame più approfondito della questione: A. GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, Giappichelli, 1997; D. CASADEI, *Invalidità della fusione ed azioni esperibili*, Banc. Ed. Roma, 1993.

<sup>(12)</sup> Pubblicata in Foro it., 1992, I, 2829. Ma anche in Giur. comm., 1992, II, 993, con nota di CHIEFFI; in Riv. dir. comm., 1993, II, 77, con nota di GRAMMEGNA; in Giur. comm., 1994, II, 144, con nota di CAMILLETTI.

<sup>(13)</sup> In sede d'appello (App. Milano, 10 marzo 1995, in Giur. it., 1996, I, 2, 195), la questione della liceità/illiceità civile del *merger LBO* non è stata affrontata e i giudici si sono pronunciati solo sulla responsabilità da fatto illecito della Montedison (controllante sia dell'incorporante sia dell'incorporata), in relazione a presunti danni arrecati agli azionisti di minoranza dell'incorporata in conseguenza della non congruità del rapporto di cambio.



inammissibilità dell'impugnativa della deliberazione di fusione ai sensi dell'art. 2504quater.

Le affermazioni del Tribunale per le quali, sulla base delle caratteristiche del caso concreto, l'operazione di MLBO non risultava né in contrasto con il divieto posto dall'art. 2357 dato che si esclude che "vi sia stato da parte della società acquisita acquisto di azioni proprie", né con l'art. 2358 in via diretta (dato che la società acquisita "non ha accordato alcun prestito o fornito alcuna garanzia" per l'acquisto delle proprie azioni), o in via indiretta attraverso la delibera di fusione ("la fusione non comporta per la società acquisita una operazione di prestito o di garanzia finalizzata a fare acquistare sue azioni alla società acquirente"), rivestono pertanto importanza di meri *obiter dictum*. Esse peraltro, in considerazione della loro assoluta novità, hanno notevolmente influenzato il dibattito dottrinario che si è sviluppato sulla legittimità di tale operazione <sup>(14)</sup>.

Nel caso di specie era accaduto che una società (Montedison s.p.a.) attraverso una complessa operazione societaria era riuscita ad acquisire il controllo totalitario di un'altra società per azioni (la Farmitalia s.p.a.) di cui già possedeva attraverso delle controllate (Erbamont NV e Erbamont Italia BV) il 75% del capitale sociale.

Tale risultato finale venne raggiunto attraverso varie operazioni. In primo luogo la società finanziaria Sifi s.p.a., totalmente posseduta da Montedison, aveva acquistato attraverso un'offerta pubblica di acquisto e di scambio, il 24% del capitale di Farmitalia s.p.a. per poi "girarlo" alla Erbamont BV la quale contestualmente ricevette da Erbamont NV la quota di capitale da questa posseduta in Farmitalia. Al termine, quindi, di questa prima fase Montedison controllava indirettamente circa il 99% del capitale di quest'ultima società. Successivamente la società Erbamont BV cedette circa il 64% del capitale di Farmitalia ad una società neo-costituita, la Erbamont Industriale s.r.l., sempre controllata da Montedison, la quale per far fronte al pagamento della somma pattuita dovette far ricorso sia ad un aumento di capitale sia soprattutto all'acquisizione di ingenti capitali di prestito <sup>(15)</sup>. Dato il notevole indebitamento di cui la Erbamont Industriale s.r.l. risultava titolare venne individuata, allora, come soluzione quella di una fusione per incorporazione tra Erbamont Industriale s.r.l. (incorporante) e Farmitalia s.p.a. (incorporata ed il cui patrimonio risultava dotato di una notevole liquidità), la quale assunse la denominazione sociale di Farmitalia Carlo Erba s.r.l. Successivamente quest'ultima attraverso la liquidità di cui era entrata in possesso, provvide al rimborso del

---

<sup>(14)</sup> Il carattere di mero *obiter* di tale affermazione rende pertanto non condivisibile l'affermazione di S. GRAMMEGNA, *Note in punto di leveraged buy out*, in Riv. dir. comm., 1993, II, 91 secondo il quale "la sentenza in oggetto costituisce un precedente di fondamentale importanza per convincersi della realtà di un quadro normativo italiano dotato delle regole, dei divieti e degli strumenti idonei a tutelare, adeguatamente, tutte le parti coinvolte in operazioni di LBO".

<sup>(15)</sup> Il corrispettivo pattuito per la cessione, infatti, era stato stabilito in circa 1400 miliardi di cui 540 venne reperito attraverso l'aumento di capitale (sottoscritto per circa i due terzi da Erbamont Ind. e per la restante parte da Erbamont NV).

finanziamento in precedenza assunto per effettuare l'acquisto della partecipazione in Farmitalia s.p.a. <sup>(16)</sup>.

Risulta evidente, allora, come a seguito dell'operazione di fusione attraverso il patrimonio della società incorporata (divenuto della incorporante), si sia fatto fronte all'indebitamento creatosi per l'acquisto della stessa <sup>(17)</sup>. È per tale motivo che, infatti, un socio di minoranza della società acquisita/incorporata, lamentando un grave danno all'integrità del patrimonio della propria società, impugnò la delibera di fusione ed esperì azione di responsabilità nei confronti degli amministratori ritenendo l'operazione fra l'altro nulla in quanto posta in essere in violazione della disciplina sulle modalità di acquisto delle azioni proprie (art. 2357) oltre che elusiva del divieto di assistenza finanziaria (art. 2358).

I giudici di primo grado dichiararono, in via principale, improcedibile l'azione di impugnazione della delibera di fusione in virtù dell'applicazione immediata della disposizione contenuta nel 1° comma dell'art. 2504quater <sup>(18)</sup>. Non si sottrassero, peraltro, ad ulteriori considerazioni sulla fondatezza della domanda attorea che comunque, per quanto d'interesse, hanno natura di mero *obiter*. In particolare l'azione del socio di minoranza venne comunque ritenuta infondata sia per carenza di interesse alla proposizione dell'azione di nullità

---

<sup>(16)</sup> In termini ancor più semplici, e riallacciandosi a quelli utilizzati per descrivere i tradizionali modelli di LBO, possiamo dire che attraverso la *newco* Erbamont Industrie s.r.l. si è proceduto all'acquisto della *target* Farmitalia s.p.a. (incorporata), la quale contestualmente alla fusione cambiò anche denominazione.

Per una interessante ricostruzione della vicenda: E. SCODITTI, *Il caso Farmitalia fra "leveraged buy outs" ed acquisto di azioni proprie per interposta persona*, in Foro it., 1993, II, 168; R. SORRENTINO, *Dal Tribunale arriva il via libera al buy-out su Farmitalia C. Erba*, in Il Sole 24 ore, 16 maggio 1992, 30.

<sup>(17)</sup> Si è quindi realizzata una translazione di gran parte del costo dell'acquisizione sul patrimonio della società acquisita (per la minore il debito era stato pagato mediante l'operazione di aumento di capitale).

<sup>(18)</sup> L'applicazione retroattiva (dato che l'atto di fusione era stato iscritto nel registro delle imprese prima dell'entrata in vigore della novella 22/1991) della disposizione contenuta nell'art. 2504quater venne motivata attribuendo alla norma natura processuale ed in base all'applicazione diretta delle Direttive Comunitarie nel nostro ordinamento (Corte Cost. n. 64/90 e n. 168/91). Tale impostazione appare peraltro opinabile in quanto in contrasto con il divieto di applicazione retroattiva della legge ai sensi dell'art. 11 disp. prel. c.c.. Non solo. L'art. 25 del d.lgs. 16.01.1991. n. 22 afferma che "le operazioni di fusione (...) in corso resteranno regolate dalle norme anteriori" con ciò sancendo un divieto di applicazione retroattiva della riforma.

della delibera di fusione <sup>(19)</sup>, sia perché, nel merito, non venne ravvisata la nullità della fusione né per la violazione dell'art. 2357 né per violazione del divieto di cui all'art. 2358. In particolare quanto alla presunta violazione della disciplina di azioni proprie tale ipotesi venne respinta perché, sulla base dell'operazione che di fatto era stata realizzata, si affermò come “non vi è chi non veda che né prima né dopo la fusione vi sia stata da parte della Farmitalia s.p.a. acquisto di azioni proprie e quindi violazione del divieto posto dall'art. 2357” <sup>(20)</sup>. Di poi il Tribunale negò la nullità della fusione per violazione, diretta o indiretta, del divieto di accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto delle azioni proprie (art. 2358). Più specificatamente la violazione diretta venne esclusa in quanto “la società Farmitalia (incorporata *n.d.r.*) non ha accordato alcun prestito alla s.r.l. Erbamont Industrie (acquirente) o fornito alcuna garanzia alla Erbamont Italia BV (alienante), per l'acquisto, da parte della prima, di azioni Farmitalia di proprietà della seconda”. Infine, con affermazione che appare alquanto superficiale, venne negata una violazione indiretta dell'art. 2358 “non potendosi configurare la fusione come negozio in frode alla legge” <sup>(21)</sup>.

---

<sup>(19)</sup> A tal proposito la corte ha evidenziato come l'attore/il socio impugnante non abbia fornito la prova dell'interesse attuale e concreto alla invalidazione della delibera impugnata necessaria non solo per consolidato giurisprudenziale ma anche perché nel caso di specie erano trascorsi più di 30 mesi fra la deliberazione di fusione e la data di proposizione dell'atto di citazione.

<sup>(20)</sup> In questa occasione venne quindi fornita un'interpretazione estremamente restrittiva dell'art. 2357 ed in particolare del 5° comma che espressamente prevede “le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona”. In questo modo quindi non venne accolta la tesi del ricorrente per la quale l'acquisto delle azioni Farmitalia s.p.a. attuato da Erbamont Industriale s.r.l. (soggetto interposto) con contratto di compravendita da Erbamont Italia BV, avrebbe dato luogo ad una chiara ipotesi di interposizione reale (equivale ad un acquisto di azioni proprie da parte di Farmitalia s.p.a.), dato che a seguito dell'incorporazione in Erbamont Industriale s.r.l., il debito di questa venne fatto gravare anche sugli azionisti dell'incorporata, divenuti per effetto della fusione, anche soci dell'incorporante. Tesi sostanzialmente accolta, pochi giorni dopo, in sede penale: cfr. *infra* Trib. Milano, 30 giugno 1992.

<sup>(21)</sup> In presenza di una così scarna affermazione sembra potersi affermare che l'assenza dello scopo elusivo nel negozio di fusione venne ravvisata nello scopo economico-finanziario di questa e cioè nell'esigenza di far circolare all'interno del gruppo la liquidità immobilizzata in Farmitalia s.p.a.

I giudici affermarono peraltro che l'esclusione dell'intento elusivo nell'operazione di fusione non preclude comunque ai soci dissenzienti o ai creditori della società bersaglio di tutelare i loro interessi facendo ricorso agli strumenti previsti dal legislatore in sede di disciplina della fusione (art. 2503). Tali affermazioni, sebbene importanti, non possono assumere valore di vero e proprio precedente in quanto, come detto, di carattere meramente incidentale.

- Il caso Farmitalia Carlo Erba (in sede penale) <sup>(22)</sup>

Il Tribunale di Milano, poco tempo dopo la pronuncia in sede civile, ha avuto occasione di esaminare la medesima vicenda in sede di giudizio penale (Trib. Milano, 30 giugno 1992, Ferrari, Morrione ed altri). In tale occasione il collegio giudicante ha ravvisato, nell'operazione societaria in precedenza descritta, un'ipotesi di acquisto di azioni proprie realizzata in violazione dell'art. 2357, dalla società Farmitalia s.p.a. per mezzo dell'interposta società Erbamont Industriale s.r.l. ed ha quindi condannato gli amministratori delle società coinvolte (art. 2630) <sup>(23)</sup>.

In particolare il Tribunale si è soffermato sulle caratteristiche dell'operazione affermando come si sia trattato di "un acquisto di azioni proprie in quanto Erbamont Industriale s.r.l. (soggetto interposto) ha concluso la compravendita con Erbamont Italia BV (terzo alienante) su incarico ed in accordo con la società emittente le azioni (soggetto interponente), la quale ha quindi realizzato un acquisto per interposta persona nella forma della interposizione reale".

La ricostruzione dei giudici penali merita di essere considerata con attenzione in quanto "svaluta" la rilevanza della deliberazione di fusione ai fini del giudizio di liceità/illiceità dell'operazione (venendo in considerazione solo come un ulteriore indice probatorio dell'esistenza di un accordo fra le società coinvolte), per porre l'accento, invece, sulla fase antecedente a questa ovvero sull'operazione di acquisto delle azioni. Ed infatti, pur risultando consapevole che "con la fusione si sono forniti a Farmitalia s.r.l. (già Erbamont Industriale s.r.l., società *newco*, incorporante) attingendoli da Farmitalia s.p.a. (società *target* incorporata), i mezzi finanziari necessari a pagare il residuo debito (...) per

---

<sup>(22)</sup> Pubblicato in Foro it., 1993, II, 168.

<sup>(23)</sup> Poiché l'operazione venne posta in essere all'interno del medesimo gruppo industriale i giudici hanno ritenuto che l'acquirente Erbamont Industriale s.r.l. operasse quale interposta persona di Farmitalia s.p.a. Tale intento risulterebbe evidente con la successiva deliberazione di fusione fra le due società.

Ai sensi dell'art. 2630 "Sono puniti con la reclusione da sei mesi a tre anni e con la multa da lire quattrocentomila a due milioni gli amministratori, che:

1) (...);

2) violano le disposizioni degli artt. 2357, primo comma, 2358, 2359bis, primo comma, 2360, o quelle degli artt. 2483 e 2522".

La fattispecie illecita prevista nell'art. 2630, 1° comma, n. 2 si configura come un delitto "proprio" degli amministratori, di natura dolosa, i cui elementi costitutivi risultano essere: a) l'acquisto di azioni della società amministrata; b) oggetto dell'acquisto risultano essere azioni non interamente liberate.

l'acquisto delle azioni della incorporante medesima", e che quindi si sia realizzato un modello tipico di *merger LBO*, il Tribunale afferma che ai fini della decisione è "del tutto irrilevante – e, sotto alcuni aspetti, addirittura fuorviante – la questione relativa alla legittimità ed ammissibilità nel nostro ordinamento del c.d. *leveraged buy out*". La fusione, nel caso in oggetto, quindi, non è stata considerata requisito necessario per la sanzionabilità della condotta degli amministratori ma unicamente è venuta in rilievo come uno degli elementi probatori a sostegno della sussistenza di un accordo fra società emittente e società acquirente (ovvero soggetto interposto ai sensi del 5° comma art. 2357), volto ad eludere la disciplina dell'acquisto delle azioni proprie <sup>(24)</sup>. In altre parole l'illiceità dell'operazione venne ravvisata nel momento dell'acquisto delle azioni e non in quello, che si attua con la fusione, della traslazione del peso economico dell'operazione di acquisto. Conseguenza da tale impostazione l'irrelevanza della legittimità del *leveraged buy out* dato che "anche le questioni relative alla liceità o giustificabilità in generale del LBO nel nostro ordinamento sono superflue ai fini della presente decisione, che ha per oggetto non il LBO in sé (di cui singole modalità concrete di attuazione ben potrebbero essere lecite), ma l'operazione posta in essere dagli imputati, che sicuramente contrasta, per le ragioni dette, con il disposto di cui all'art. 2357" <sup>(25)</sup>.

Tale sentenza, in conclusione, non è molto utile per una esplicita indicazione giurisprudenziale sulla legittimità o meno del LBO anche in considerazione del fatto che si tratta di una pronuncia sulla responsabilità penale degli amministratori più che sulla illiceità civile dell'operazione di fusione <sup>(26)</sup>.

---

<sup>(24)</sup> Più precisamente la prova dell'acquisto di azioni proprie per interposta persona venne ricavata da una molteplicità di riscontri (esame testimoniale di un imputato, documenti, circostanze di fatto qualificate come gravi precise e concordanti) che indussero i giudici milanesi a "ritenere pienamente raggiunta la prova che Erbamont Industriale s.r.l. abbia agito per conto di Fice s.p.a. e che, pertanto, la stessa abbia acquistato azioni proprie, oltre i limiti consentiti, per interposta persona" prescindendo del tutto da ogni indagine circa la ricorrenza dell'elusione dei divieti contenuti negli artt. 2357, 2358 posta in essere attraverso il negozio di fusione.

<sup>(25)</sup> Le argomentazioni della difesa vennero respinte non ravvisandosi né gli estremi di cui all'art. 2357bis, comma 1 e 3, dato che la fusione è stata posta in essere successivamente all'acquisto delle azioni, né quelli di cui all'art. 2357bis, comma 1, n.1, dato che la fusione pur avendo determinato l'annullamento delle azioni della Farmitalia s.p.a. in precedenza acquistate, aveva peraltro comportato un aumento di capitale dell'incorporante.

<sup>(26)</sup> Diversamente ritengono: N. PICONE Nota a Cass. Pen., 4.2.2000, per il quale "proprio il silenzio dei giudici dovrebbe portare ad una lettura favorevole dell'operazione di LBO realizzato mediante fusione della società *target* nella *newco*. Inoltre lo stesso Tribunale ha

- Il caso Fratelli Marzoli s.p.a.<sup>(27)</sup>

Particolarmente significativo, al fine di ricostruire l'orientamento giurisprudenziale sul LBO, risulta essere il provvedimento di archiviazione del g.i.p. presso il Tribunale di Brescia pronunciato il 1° giugno 1993.

La vicenda era stata la seguente: la società Unimarfin s.r.l. (*newco*), partecipata in percentuale non paritetica da due gruppi societari operanti in settori economici affini (e più precisamente uno nel campo della produzione di macchine automatiche per la tessitura, l'altro produttore di telai per la tessitura), aveva acquisito il controllo pressochè totalitario della società *target* F.lli Marzoli s.p.a. utilizzando, come fonte principale del corrispettivo, dei finanziamenti ottenuti da un *pool* di istituti di credito ed in piccola parte mezzi propri. Successivamente venne deliberata, dalle rispettive assemblee straordinarie, la fusione per incorporazione della *target* nella *newco*, la quale assunse anche una nuova denominazione sociale (Fratelli Marzoli e C. s.p.a.)<sup>(28)</sup>. La nuova società pose in essere fra i primi atti di gestione la cessione di importanti cespiti aziendali (già facenti parte del patrimonio della "vecchia" Marzoli) al fine di permettere il rimborso del debito assunto dalla Unimarfin per il compimento dell'operazione di acquisizione.

A seguito delle indagini avviate dall'ufficio del Pubblico Ministero al fine di verificare la correttezza del procedimento di fusione e della congruità dei criteri di rivalutazione dei cespiti utilizzati nel bilancio *post* fusione, è scaturito il procedimento penale per la presunta violazione degli artt. 2621, n.1 (false comunicazioni sociali) e 2630, 1° comma, n.2, conclusosi con il provvedimento di archiviazione in esame<sup>(29)</sup>. In particolare il g.i.p. sulla base

---

espressamente affermato che "le singole modalità concreto di attuazione del LBO ben potrebbero essere lecite".

P. MONTALENTI, *I giudici italiani e il leveraged buy out tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, in Giur. it., 1996, I, 2, 199, il quale ravvisa nella decisione in esame la possibilità di ricavare "senza forzature, il principio che le violazioni delle norme in tema di azioni proprie e di divieto di assistenza finanziaria per il loro acquisto possono configurarsi anche qualora siano realizzate attraverso un procedimento di fusione. In conclusione, il tribunale si è pronunciato non già nel senso di ritenere lecito il LBO; anzi, riconoscendo, nella specie, nella fusione lo strumento dell'illecito, ha accolto il presupposto concettuale essenziale su cui si fonda la tesi della sua illiceità".

<sup>(27)</sup> Riportato integralmente da A. CRESPI, *Disposizioni penali in materia di società e consorzi*, in Riv. soc., 1996, 563.

<sup>(28)</sup> Utile notare che nel compimento dell'operazione di fusione si procedette all'annullamento delle azioni della *target* facendo così emergere un notevole disavanzo di fusione. Tale disavanzo venne successivamente ripianato attraverso la rivalutazione di vari cespiti: brevetti, marchi, immobili non strumentali ecc..

<sup>(29)</sup> La configurabilità del reato di cui all'art. 2621, n.1, nel caso di un'operazione di *merger leveraged buy out* non è peculiare di questa ma attiene più in generale ad ogni operazione di fusione. Essa discende dal fatto che ove risulti un disavanzo di fusione e si decida di "coprirlo" mediante la rivalutazione dei cespiti è necessario che ciò avvenga in maniera congrua e di

delle risultanze delle indagini preliminari ha compiuto un'accurata verifica sulla possibilità che gli indagati avessero violato le disposizioni contenute negli artt. 2357 e 2358 nella realizzazione del *merger LBO* al fine di stabilire se ricorressero gli estremi della condotta penalmente rilevante ai sensi dell'art. 2630, 1° comma, n. 2 <sup>(30)</sup>.

Sulla base di una visione atomistica del LBO e quindi attraverso una scomposizione delle varie fasi negoziali che costituiscono l'operazione, il g.i.p. ha escluso l'esistenza dei reati contestati sulla base delle seguenti considerazioni: "(...) le prime due fasi del m.l.b.o. in oggetto – vale a dire la costituzione della Unimarfin e l'erogazione a quest'ultima dei finanziamenti necessari per il compimento dell'acquisizione – vedono come unici protagonisti la società acquirente e i terzi finanziatori. La terza fase del procedimento – vale a dire quella dell'acquisto delle azioni della F.lli Marzoli da parte della Unimarfin – vede come parti in causa la società acquirente ed i soci dell'acquisita. Nella quarta fase del procedimento, infine, le due società partecipanti all'operazione deliberano la fusione per incorporazione dell'acquisita nell'acquirente.

Né può dirsi che con la delibera di fusione l'acquisita abbia compiuto un'operazione che possa essere qualificata come acquisto di azioni proprie da parte dell'acquisita poiché tale società si estingue per effetto della fusione e le azioni costituenti il capitale sociale della stessa vengono annullate. D'altra parte, poi, non sembra che si possa neppure sostenere che, con l'approvazione della delibera di fusione, l'acquisita conceda un prestito o rilasci specifiche garanzie nel senso sopra individuato per l'acquisto delle azioni. Il fatto poi che l'acquirente dia proprie azioni in pegno al finanziatore e che questi si convinca della solvibilità del finanziamento a seguito anche della valutazione del

---

conseguenza ove ciò non si verifichi il bilancio *post* fusione risulterà falso ovvero gli amministratori si renderanno responsabili del reato in parola. Nel caso di specie ciò venne escluso dalle chiare risultanze della perizia disposta dal g.i.p.

<sup>(30)</sup> Tale indagine risulta essere stata particolarmente accurata e attenta alle caratteristiche del caso concreto in quanto il g.i.p. è stato consapevole che "in considerazione della estrema differenza ed articolazione delle numerose tipologie di LBO (si pensi, solo per fare un esempio, al LBO infragruppo dove non vi è un finanziatore esterno e l'operazione avviene con in mezzi propri del gruppo), non si possa addivenire ad una conclusione circa la liceità dello stesso valida in generale apparendo, invece, più corretto procedere ad una verifica specifica delle varie tipologie".

In particolare il g.i.p. ha, in primo luogo, ricostruito la fattispecie astratta del LBO e ne ha evidenziato i suoi profili economici; di poi ha ricordato la *ratio* e la struttura delle disposizioni contenute negli artt. 2357-2358; infine ha trasferito il modello astratto su quello concreto verificandone l'eventuale corrispondenza.

patrimonio e della redditività della società che si andrà ad acquisire con il finanziamento, appare circostanza comunemente diffusa in qualsiasi attività di finanziamento – ove il finanziatore ha interesse a conoscere l’impiego dei soldi dati – ma irrilevante ex artt. 2357 e 2358 c.c.: ciò anche nel caso in cui la società acquirente dovesse promettere al finanziatore la fusione con la società acquisita e, quindi, porre ipoteca a suo favore di alcuni immobili della società acquisita. Diverso, invece, è il caso in cui l’acquisita proprio al fine di agevolare la cessione delle proprie azioni alla società acquirente dovesse prendere accordi con il terzo finanziatore volti a prestare garanzia sul finanziamento ottenuto dalla società acquirente per l’acquisto delle azioni della acquisita: situazione che, per quanto in atti, non si è verificata nel caso in esame ove l’Umarfin è ricorso al credito presso terzi per il tramite anche della controllante Marfin senza alcun fattivo interessamento in punto della Marzoli”<sup>(31)</sup>.

Il giudice delle indagini preliminari di Brescia, peraltro, non si è limitato ad escludere una violazione diretta degli artt. 2357-2358 ma ha voluto anche confutare quell’orientamento dottrinario per il quale il LBO darebbe luogo ad un’operazione elusiva delle disposizioni contenute negli articoli citati. Ciò al fine di mettere in evidenza i risvolti penalistici di una simile interpretazione che porterebbe ad un’interpretazione *in malam partem* dell’art. 2360, come noto, penalmente vietata (art. 1 c.p.).

Premesso allora che la frode alla legge si configura allorché l’unico interesse al compimento di una determinata operazione sia quello di “aggirare” la norma imperativa ottenendo un risultato equivalente a quello vietato, si è affermato che “l’esistenza di un corretto interesse aziendale e di un ragionevole obiettivo strategico economico appaiono i requisiti che permettono di escludere la sussistenza di operazioni in frode ai disposti degli artt. 2357 e 2358. Nel caso di specie l’operazione di MLBO è stato il mezzo tecnico utilizzato dal gruppo Finpez al fine di acquisire il gruppo Marzoli e tale acquisizione rispondeva all’esigenza – verificata ed accertata dal perito – per il gruppo Finpez di presentarsi sul mercato internazionale offrendo ai clienti tutti i macchinari necessari all’intero ciclo produttivo permettendo, contestualmente, di superare, pure, i problemi che avrebbe comportato una trattativa diretta volta alla cessione della “F.lli Marzoli” alla Finpez a causa dell’estrema litigiosità dei detentori dei pacchetti azionari della s.p.a. “F.lli

---

<sup>(31)</sup> Appare evidente, dalla lettura del passo riportato, che la liceità dell’operazione di MLBO è stata operata attraverso una valutazione di liceità formale dei singoli negozi giuridici che la compongono.



Marzoli”: all’evidenza, dunque, nel caso in esame, non può prospettarsi neppure un procedimento in frode alla legge” (32).

- Il caso Manifattura di Cuorné s.p.a.

Il caso affrontato, in sede di opposizione allo stato passivo del fallimento della Manifattura di Cuorné, ex art. 98 L.fall., dal Trib. Ivrea, 12 agosto 1995, in Giur. it., 1996, I, 2, 196, costituisce un importante precedente in tema di violazione del divieto di assistenza finanziaria attuata mediante un’operazione di *leveraged buy out* senza fusione.

Nel caso di specie era accaduto quanto segue: la società *newco* Teseo s.r.l. aveva acquistato da altra società il pacchetto di controllo della Manifattura di Cuorné s.p.a. (MC) pagando, gran parte del corrispettivo pattuito, mediante un finanziamento ottenuto dal Monte dei Paschi Fondiario (MPS). Successivamente la società acquisita ottenne dallo stesso istituto di credito, mediante la stipulazione di un contratto di anticipazione fondiaria con garanzia ipotecaria, un finanziamento che, attraverso successivi trasferimenti, giunse alla *newco* Teseo la quale lo impiegò in parte per rimborsare il prestito da lei stessa direttamente ottenuto, in parte per completare il pagamento delle azioni della società M.C. (33).

La decisione in esame è scaturita dalla circostanza che a seguito della dichiarazione di fallimento della società *target* (Manifattura di Cuorné s.p.a.) e della formazione dello stato passivo dal quale era stato escluso l’istituto di credito, quest’ultimo fece opposizione chiedendo l’ammissione del credito vantato secondo quanto già esposto nella domanda di insinuazione. Il Tribunale respinse la domanda ritenendo nullo il contratto di anticipazione fondiaria stipulato fra l’istituto di credito (MPS) e la società (MC) “perché sorretto da causa illecita e determinato da motivo illecito comune alle parti

---

(32) Come risultava dalla perizia, infatti, “l’acquisizione del gruppo Marzoli, produttore di macchine automatiche per la filatura di fibra, da parte del gruppo Finpez-Vamatex, produttore di tela i per tessitura, rispondeva, in effetti, all’esigenza da parte di quest’ultimo di presentarsi sul mercato internazionale offrendo ai clienti tutti i macchinari necessari all’intero ciclo produttivo del settore tessile dal fiocco alla stoffa. Tale strategia industriale avrebbe potuto essere raggiunta anche mediante accordi tra i due gruppi. Fu, invece, percorsa la strada dell’acquisizione del gruppo Marzoli da parte della Finpez s.p.a.: ciò a causa delle fratture esistenti tra le varie compagini che costituivano la base sociale della Marzoli”.

(33) Sulla base degli interrogatori resi al P.M. e della documentazione allegata il Tribunale ritenne assolutamente provato che “la società Teseo s.r.l. ottenne attraverso Centro Finanziaria da un gruppo di banche la cui capofila era il Monte dei Paschi di Siena, un primo finanziamento di tre miliardi e mezzo necessari per acquistare dalla società Black Lyon, pagando la prima rata del prezzo, le azioni della MC s.p.a.; questa successivamente, garantendo con i propri beni immobili, ottenne da MPS l’anticipazione bancaria di 10,7 miliardi funzionali per fornire alla Teseo i fondi necessari in parte per provvedere a ripianare il suddetto debito di 3,5 miliardi contratto con le banche, e in parte per pagare a Black Lyon la seconda rata del prezzo, e proprio attraverso il Monte dei Paschi fece pervenire il denaro alla Teseo con successivi passaggi”.

contraenti” dato che esso aveva come scopo quello di far assumere il costo dell’acquisto delle azioni sulla stessa società emittente <sup>(34)</sup>. I giudici di Ivrea giungono a tale conclusione ricostruendo la complessa operazione nei termini di un *leveraged buy out* considerata illecita per violazione dell’art. 2358.

È importante evidenziare come a tale risultato non siano stati di ostacolo né la circostanza che il prestito sia avvenuto per interposta persona “perché il divieto inderogabile per la società di fornire prestiti o garanzie per l’acquisto o sottoscrizione delle proprie quote o azioni comporta l’invalidità di ogni operazione che comunque eseguita, tenda a conseguire risultati analoghi (Cass. 4 ottobre 1984 n. 4916)”, né la circostanza che il prestito effettuato alla MC s.p.a. fosse stato erogato successivamente all’acquisto delle azioni da parte della *newco* dato che la disposizione contenuta nell’art. 2358 deve essere interpretata nel senso da “riguardare non solo i prestiti concessi dalla società in vista dell’acquisto delle azioni ma anche i prestiti che, pur essendo erogati successivamente, siano comunque legati strumentalmente ad esso. In effetti nella nuova versione dell’art. 2358 (...) il divieto dei prestiti è posto in via generale ed omnicomprensiva per “l’acquisto” delle azioni, ed è pertanto riferibile, anche dal punto di vista letterale, tanto ai prestiti erogati in funzione di un acquisto successivo, quanto a quelli in funzione di un acquisto precedente, essendo comunque entrambi strumentali rispetto all’acquisto stesso”.

Il provvedimento dei giudici di Ivrea, in considerazione di quanto affermato, risulta significativo per le seguenti considerazioni:

a) il negozio posto in essere dalla società *target* aveva come scopo quello di far giungere, attraverso alcuni passaggi infra-gruppo, un finanziamento alla società acquirente per consentirle di pagare il corrispettivo pattuito per l’acquisto delle azioni. L’operazione costituisce, quindi, una chiara violazione dell’art. 2358 essendo pacifico in giurisprudenza ed in dottrina la configurabilità della violazione attuata mediante interposta persona <sup>(35)</sup>;

---

<sup>(34)</sup> Alla dichiarazione di nullità del contratto di anticipazione fondiaria e alla conseguente nullità della garanzia ipotecaria sarebbe dovuta seguire comunque l’ammissione al passivo del credito erogato ai sensi dell’art. 2033 (indebito arricchimento): ciò non è avvenuto in quanto “le parti in causa hanno espressamente detto di non voler in questa sede proporre azione di ripetizione di indebito, neppure in via subordinata, e di non volere che il credito venga ammesso, per tale diverso titolo, in via chirografaria”.

<sup>(35)</sup> Cfr.: F. CARBONETTI, *L’acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, 179; PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in Trattato Utet, 1992, 475.

b) viene confermata una interpretazione rigorosa della disposizione contenuta nell'art. 2358 per la quale il divieto comporta "l'invalidità di ogni operazione che comunque eseguita tenda a conseguire risultati analoghi";

c) i principi affermati dal Tribunale di Ivrea - con riferimento ad una operazione di LBO senza fusione - non possono essere estesi anche all'ipotesi di un *merger leveraged buy out* in quanto non dimostrano che la fusione sia un negozio vietato dall'art. 2358 <sup>(36)</sup>.

- Il caso Trenno S.p.a.

L'operazione più significativa di *leveraged buy out* con fusione (MLBO) sulla quale si è pronunciata la giurisprudenza italiana, con i provvedimenti emessi dai giudici civili sia in sede cautelare (a seguito della richiesta, avanzata da un socio dissenziente, di sospensione della delibera di fusione), sia in sede di giudizio di merito, è nota come "caso Trenno" <sup>(37)</sup>.

L'interesse della vicenda e delle valutazioni compiute dai giudici è accresciuto dalla circostanza che nel caso concreto il *leveraged buy out* ha assunto le caratteristiche di un *reverse merger LBO* e cioè che fra le società coinvolte è stata realizzata una fusione c.d. inversa ovvero l'incorporazione della società controllante nella controllata.

La fattispecie sottoposta all'attenzione dei giudici di Milano è stata la seguente: una società (Snai Servizi s.p.a.) aveva costituito una *new company* (San Siro s.p.a.) che, dopo aver ottenuto ingenti finanziamenti da vari istituti di credito, aveva acquistato circa il 70% del capitale di una società bersaglio (nel caso di specie la Trenno s.p.a.) <sup>(38)</sup>. Successivamente la *newco*, in ottemperanza alla disciplina vigente in tema di offerte pubbliche di acquisto (art. 10, 8° comma, L. n. 149/1992), aveva lanciato un'OPA obbligatoria sulla restante parte del capitale sociale della Trenno s.p.a.

Dopo alcuni mesi l'operazione di *leveraged buy out* venne completata mediante l'adozione di una delibera di fusione inversa della *newco* (società controllante) nella società *target*, (società controllata -Trenno spa-) (c.d. *reverse merger LBO*), la quale, in tal modo, venne ad assumere il debito contratto dalla prima per l'attuazione dell'operazione di acquisto delle proprie azioni.

---

<sup>(36)</sup> Diversamente P. MONTALENTI, *I giudici italiani e il leveraged buyout*, cit., il quale evidenzia come il provvedimento in esame sancisca una "caratterizzazione teleologica del divieto di assistenza finanziaria, che ne legittima una lettura ermeneutica di tipo funzionalista" suscettibile di essere estesa ed applicata anche all'operazione di *merger leveraged buy out*.

<sup>(37)</sup> Cfr. Trib. Milano, 27 ottobre 1997, Bruni - Trenno s.p.a. (decreto), in *Giur. it.*, 1998, 1440; Trib. Milano, 13 maggio 1999, Bruni Pio c. Trenno s.p.a., in *Società*, 2000, 75.

<sup>(38)</sup> Caratteristica di tale operazione di finanziamento è stata quella della mancata contestuale costituzione in pegno delle azioni della società bersaglio a favore delle banche finanziatrici. Ciò si spiega in considerazione del fatto che queste ultime risultavano depositarie di consistente liquidità della *target* e quindi, come affermato nel provvedimento cautelare, "non avevano ragione di vincolare il prestito a ulteriori strumenti di garanzia".

Le pronunce giudiziali edite sono derivate, come detto, dall'impugnazione, effettuata da un socio della incorporante (Trenno s.p.a.), della delibera di fusione inversa di cui venne, in primo luogo, richiesta la sospensione degli effetti ex art. 2378, 4° comma. Già in questa occasione il ricorrente motivò la richiesta sulla base di tutte le principali argomentazioni utilizzate dalla dottrina per sostenere l'illiceità formale o sostanziale dell'operazione di *merger* LBO. Il requisito del *fumus boni iuris*, infatti, venne motivato sulla base delle seguenti ragioni:

a) sostanziale elusione del divieto di assistenza finanziaria da parte della società bersaglio (Trenno s.p.a.);

b) violazione della disciplina dell'acquisto delle azioni proprie per la mancata costituzione della riserva obbligatoria ai sensi dell'art. 2357ter, 3° comma;

c) conflitto d'interessi del socio San Siro (società *newco*) nell'approvazione della fusione inversa e nella determinazione del rapporto di cambio.

Il giudice istruttore ritenne fondati i primi due motivi mentre respinse il terzo. In particolare il requisito del *fumus boni iuris* venne ritenuto sussistente rispetto al pericolo dell'elusione del divieto di assistenza finanziaria di cui all'art. 2358 data l'idoneità della fusione a conseguire tale effetto <sup>(39)</sup>. A tal proposito è stato affermato che “se l'interesse tutelato da questa norma non è soltanto quello dell'integrità del capitale ma anche quello di evitare che la società utilizzi mezzi propri per condizionare il suo mercato azionario e il conseguente assetto organizzativo della compagine sociale, il caso di specie sembra violare questo specifico interesse perché, per ammissione di amministratori e sindaci, le azioni proprie risultanti dalla fusione verrebbero immesse sul mercato borsistico, creando così il flottante Trenno necessario per la rivitalizzazione dell'attività sociale, senza alterare l'attuale rapporto fra maggioranza e minoranza. In sostanza pertanto sussistono sufficienti elementi per ritenere che nel progetto industriale del gruppo SNAI Servizi sia stato violato il divieto di fornire garanzie per l'acquisizione di azioni proprie” <sup>(40)</sup>.

---

<sup>(39)</sup> Venne, infatti, riconosciuta la probabile nullità di una fusione “qualora l'istituto (della fusione ndr) fosse utilizzato nell'ambito di un'operazione di *leveraged buy out* come strumento di elusione del divieto di fornire garanzie per l'acquisto di azioni proprie”.

<sup>(40)</sup> Il provvedimento cautelare, sebbene reso in sede di cognizione sommaria, risulta quindi di una certa importanza in quanto afferma in maniera piuttosto decisa che la violazione

Quanto alla mancata costituzione della riserva (ex art. 2357ter), si affermò come “la costituzione della riserva costituisca una condizione di legittimità per l’acquisto di azioni proprie: questa riserva ha la funzione principale di evitare l’annacquamento del capitale, che si verifica immediatamente nel momento in cui la società diviene proprietaria, e quindi creditrice verso se stessa, di una quota del suo capitale” (41).

Con riferimento invece alla sussistenza di una situazione di conflitto d’interessi in occasione dell’approvazione della fusione tale ipotesi non venne ritenuta fondata sia perché la fattispecie rilevante ai sensi dell’art. 2373 “non si concreta semplicemente quanto l’operazione societaria risulti dettata da un interesse della maggioranza dei soci, essendo invece indispensabile che questo interesse contrasti con quello della società, risolvendosi così in un danno alla stessa” sia soprattutto perché nel caso di specie non venne ravvisata la prova del danno potenziale. In particolare tale requisito venne escluso in quanto sulla base delle difese di parte risultò incontestabile che con la fusione “l’attività statica della Trenno subirà una rivitalizzazione in virtù di un progetto industriale proiettato verso il futuro in un’attività compatibile e sinergica in grado di generare *cash flow* consistenti”.

Il provvedimento cautelare, peraltro, non venne concesso in quanto non venne ritenuto sussistente il presupposto del *periculum in mora* della irreparabile lesione dei diritti dell’impugnante (42).

I giudici di merito (Trib. Milano, 13 maggio 1999, Bruni Pio c. Trenno s.p.a., in Società, 2000, 75) (43), nel dichiarare improcedibile l’impugnazione

---

della disposizione in tema di divieto di assistenza finanziaria può configurarsi anche indirettamente attraverso un procedimento di fusione. Tale giudizio è stato peraltro modificato in sede di decisione sul merito: vd. Trib. Milano, 13 maggio 1999.

(41) La tesi della resistente per la quale la riserva deve essere costituita solo con il primo bilancio *post* fusione venne respinta in quanto questa eventualità “è prevista dall’art. 2357, 4° comma, soltanto per le ipotesi di acquisto in violazione delle disposizioni dei primi tre commi di quello stesso articolo”.

(42) La configurabilità del *periculum in mora* è stata negata in quanto si ritenne che il pregiudizio economico che il ricorrente avrebbe subito nel caso di esecuzione della delibera di fusione avrebbe comunque trovato ristoro nel diritto al risarcimento del danno ex art. 2504quater. Sulla questione: Trib. Milano, 28 settembre 1995, in Giur. it., 1996, I, 2, 78; Trib. Milano, 26 marzo 1997, in Giur. it., 1998, 299; Trib. Milano, 13 maggio 1999.

(43) Pubblicata anche in Giur. it., 1999, 2105 con nota di P. MONTALENTI, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, che ha sottolineato l’importanza di tale decisione in quanto “in primo luogo supera l’orientamento formalistico secondo cui l’istituto della fusione costituirebbe un procedimento negoziale neutro, insuscettibile, *per se*, di realizzare indirettamente effetti vietati. In secondo luogo perché afferma l’esatto e conseguenziale

perché era stato ormai stipulato ed iscritto l'atto di fusione (art. 2504quater, 1° comma), hanno comunque affrontato i motivi d'invalidità, già esposti in sede cautelare, della delibera di fusione ai fini di verificare se il risarcimento del danno, richiesto in via subordinata dal socio dissenziente, fosse o meno ricollegabile a tale deliberazione (art. 2504quater, 2° comma).

Tale richiesta è stata respinta in quanto non sono stati ravvisati, nel caso di specie, gli elementi di un danno "effettivo ed attuale" e pertanto risarcibile.

In particolare, di maggiore interesse, sono le argomentazioni formulate in materia del conflitto d'interessi e in merito alla presunta elusione del divieto di assistenza finanziaria realizzata mediante la delibera di fusione inversa.

Quanto al primo aspetto sono state pienamente condivise, e ribadite, le argomentazioni formulate in sede cautelare <sup>(44)</sup>.

Quanto alla violazione del divieto di cui all'art. 2358 il Tribunale, premesso che "l'operazione di LBO non presenta di per sé profili di illegittimità ed anzi è ampiamente usata sia per consentire al *management* di acquisire una maggiore partecipazione nell'impresa, sia per evitare il peso fiscale di una normale cessione d'azienda", si dichiara ben consapevole che l'operazione nel suo complesso si presta ad essere utilizzata per eludere il divieto posto dall'art. 2358 e che quindi non si possa dare un giudizio di generica legittimità occorrendo invece una verifica caso per caso <sup>(45)</sup>. Tale verifica deve essere compiuta in modo tale da accertare se l'operazione di MLBO sia posta in essere unicamente per la realizzazione dell'effetto vietato dalla legge (e cioè attribuzione da parte della società acquisita di garanzie per l'acquisto di azioni proprie), oppure se sia espressione di reali esigenze imprenditoriali.

Nel caso di specie la liceità dell'operazione è stata fatta discendere dal fatto che "la fusione è stata proposta per rilanciare l'attività statica della Trenno con un progetto industriale proiettato verso il futuro in un'attività compatibile

---

principio secondo cui, ammessa l'applicabilità del rimedio della *fraus legi* anche al *merger leveraged buy out*, l'illiceità dell'operazione deve verificarsi *caso per caso*".

<sup>(44)</sup> Ricordiamo che l'attore aveva sostenuto l'annullabilità della delibera di fusione in quanto viziata da conflitto d'interesse dei soci Snai Servizi e San Siro i quali avrebbero voluto far pagare alla società bersaglio i debiti contratti per acquisirne il controllo offrendo in cambio le azioni della stessa società.

<sup>(45)</sup> Verifica che naturalmente dovrà essere compiuta sulla base degli elementi – di fatto – che l'attore sarà stato in grado di fornire e che valutati nel loro insieme potranno indurre i giudici a ritenere una utilizzazione strumentale della fusione alla violazione del divieto di assistenza finanziaria.

e sinergica in grado di generare *cash flow* consistenti: si è cioè previsto di affiancare all'attività prevalentemente immobiliare e finanziaria un'attività di servizi altamente operativa, con larghi margini di profitto e strettamente connessa alla precedente". Di poi è stato escluso che si potesse parlare di frode alla legge, ed è forse l'aspetto più importante, "perché ciò che conta è che nel momento in cui il negozio sospettato di frode (la delibera di fusione) è sorto, sussistevano concrete ragioni imprenditoriali che lo giustificavano"<sup>(46)</sup>.

La lettura della sentenza Trenno nella parte in cui si sofferma sulla liceità dell'operazione di LBO impone alcune considerazioni<sup>(47)</sup>.

---

<sup>(46)</sup> Il percorso logico seguito dai giudici milanesi è stato valutato con estremo favore da P. MONTALENTI, *LBO: una sentenza chiarificatrice*, cit., 2107, che ha ribadito come "la frode alla legge deve ritenersi sussistente là dove lo scopo unico o assolutamente preminente della fusione consista nella cosiddetta traslazione del debito e non invece là dove tale risultato si configuri come un evento parziale e non determinante di una fusione seriamente fondata su esigenze di integrazione aziendale" (Id. *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*. Studi in tema di società per azioni, Padova, 1999, 78).

Secondo tale autore è infatti evidente che nel caso di un LBO realizzato mediante la costituzione di una *newco* dotata di limitate risorse finanziarie che compie l'operazione di acquisto ricorrendo in via sostanzialmente esclusiva al credito, la traslazione del debito, in conseguenza della fusione, deve ritenersi illecita in quanto la finalità della fusione risulta chiaramente essere unicamente quella di realizzare un effetto equivalente all'accollo cumulativo, da parte della *target*, del debito derivante dal prestito per l'acquisto delle proprie azioni vietato dall'art. 2358. All'opposto non può certamente negarsi che molto spesso "la traslazione del debito può essere un mero effetto collaterale del procedimento di fusione, ove questa sia sorretta da reali ragioni economiche-finanziarie di concentrazione imprenditoriale e, soprattutto, sia inserita in un quadro di patrimonializzazione della società acquirente idoneo ad escludere che l'obiettivo *primario* dell'operazione consista nell'utilizzazione del patrimonio della società acquisita per ripianare il debito contratto per l'acquisizione". Diversamente si è espresso N. PICONE, nota a cit., il quale pone in evidenza il rischio che un simile sindacato possa attribuire al giudice un potere eccessivamente ampio e tale da spingerlo a compiere valutazioni sul merito delle scelte imprenditoriali; ed anche M.S. SPOLIDORO, Nota, in *Società*, 2000, 83.

<sup>(47)</sup> La dottrina, sull'interpretazione della sentenza Trenno, risulta divisa. Ed infatti a coloro che hanno sottolineato l'importanza di tale decisione in quanto "in primo luogo supera l'orientamento formalistico secondo cui l'istituto della fusione costituirebbe un procedimento negoziale neutro, insuscettibile, *per se*, di realizzare indirettamente effetti vietati. In secondo luogo perché afferma l'esatto e consequenziale principio secondo cui, ammessa l'applicabilità del rimedio della *fraus legi* anche al *merger leveraged buy out*, l'illiceità dell'operazione deve verificarsi *caso per caso*" (P. MONTALENTI, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, in *Giur. it.*, 1999, 2105), si contrappongono coloro che invece pongono in evidenza i rischi di una simile impostazione che da un lato offre al *management* la scappatoia della redazione di un plausibile piano industriale per evitare che la fusione possa configurarsi come strumentale all'elusione del divieto ex art. 2358 e, dall'altro, presenta il rischio di far operare al giudice un sindacato sulle decisioni imprenditoriali eccessivamente ampio e soggettivo che si potrebbe prestare a notevoli abusi ed incertezze. In particolare M.S. SPOLIDORO in Nota, cit., evidenzia il rischio che "(...) l'attenzione sarà probabilmente spostata dall'accertamento dell'elusione dell'art. 2358 all'accertamento dell'esistenza di valide ragioni economiche dell'operazione (in generale) e della fusione (in particolare), perché di fatto si tenderà a sostituire una sempre opinabile indagine sulla frode con una apparentemente più obiettiva verifica sulla sostanza economica dell'affare".

La prima, ma forse non la più importante, è quella di evidenziare come nella vicenda Trenno si sia passati da una valutazione di illegittimità del LBO o quanto meno di pericolosità della stessa da parte del giudice istruttore in sede cautelare, ad una di segno opposto dato che questa è poi stata in concreto disconosciuta in sede di merito.

Di poi, dal percorso argomentativo seguito dal Tribunale emerge come è stato escluso che il *merger LBO* possa comportare una violazione indiretta dell'art. 2358 ogni qual volta ricorrano valide ragioni economiche pur riconoscendosene l'astratta idoneità. Tale impostazione dei giudici di Milano appare però in contrasto con la formulazione della norma la quale vieta - in modo assoluto - la concessione di prestiti o garanzie a nulla rilevando che le finalità economiche dell'operazione siano meritevoli ed idonee a determinare un vantaggio per la società. E' evidente, peraltro, come tale impostazione sia foriera di un sindacato giudiziario sulle scelte economiche ed imprenditoriali dell'operazione che ci pare invece debba rimanere sempre estraneo all'operare del giudice <sup>(48)</sup> <sup>(49)</sup>.

Nel caso di specie, per esempio, il Tribunale ha escluso la configurabilità di un danno risarcibile in favore del socio dissenziente in quanto, dato il notevole incremento del valore di borsa che le azioni della società post-fusione avevano conseguito, ha ritenuto che "il mercato ha apprezzato l'operazione commerciale, che gli azionisti ne hanno beneficiato e, tra questi, lo stesso Bruni". Le argomentazioni dei giudici di Milano, sicuramente da apprezzare in quanto fanno trasparire il rifiuto di operare superficiali generalizzazioni sulla

---

<sup>(48)</sup> In particolare si è posto in evidenza come la tesi espressa dal Tribunale di Milano porterà a "sostituire una sempre opinabile indagine sulla frode con una apparentemente più obiettiva verifica della sostanza economica dell'affare": M.S. SPOLIDORO, Nota, cit.; (cfr. anche B. BERTINI, cit., 1436, il quale fa notare come "attribuire valore di per sé decisivo all'esistenza di una giustificazione economicamente apprezzabile all'operazione di *leveraged buy-out* rischia di tradursi, nella prassi giudiziale, in un mero onere di motivazione per di più insindacabile se non assolutamente irragionevole; da un lato, infatti, la giurisprudenza sarà spinta a verificare in concreto la ragionevolezza e l'adeguatezza delle motivazioni addotte in sostegno dell'opportunità dell'operazione, mentre dall'altro, potrà limitarsi a un mero riscontro superficiale dell'esistenza di una qualunque ragione economicamente sensata, tale da giustificare la fusione che conclude il *merger leveraged buy out*".

<sup>(49)</sup> Secondo autorevole interpretazione, infatti, il divieto contenuto nel 1° comma dell'art. 2358 è di carattere assoluto e prescinde quindi da qualsiasi motivazione economica. Ciò trova conferma nell'eccezione contenuta nel 3° comma per la quale la deroga al divieto di assistenza finanziaria è consentita unicamente quando il prestito sia diretto a favorire il c.d. azionariato dei dipendenti (cfr.: S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti e garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, in Buttaro, Patroni Griffi (a cura di), *La seconda direttiva Cee in materia societaria*, Milano, 1984, 428). Sulla *ratio* della disposizione e i destinatari della stessa, vd. *supra* par. 5.2.



legittimità del LBO, appaiono però piuttosto opinabili allorquando condizionano la valutazione sulla liceità o meno del *merger leveraged buy out* all'andamento della quotazione delle azioni dato che non sempre questo riflette il reale valore economico dell'impresa o il merito di un'operazione societaria <sup>(50)</sup>.

- Il caso SIB servizi finanziari s.p.a.<sup>(51)</sup>

Nel decreto pronunciato in sede di volontaria giurisdizione da Trib. Milano, 4 maggio 1999, SIB Servizi Finanziari s.p.a., è stata respinta la richiesta di omologazione delle delibere di fusione c.d. inversa (*reverse merger*) della società controllante nella società controllata.

Dal testo del decreto, estremamente sintetico, emerge come la fattispecie nel caso di specie fosse la seguente: una società per azioni (Pepperland s.p.a.) di cui non è dato sapere se *newco* o già esistente, utilizza un ingente finanziamento bancario per acquisire il controllo totalitario del capitale sociale di altra società (SIB Servizi Finanziari s.p.a.). Successivamente all'operazione di acquisto le assemblee straordinarie delle due società hanno deliberato la fusione per incorporazione della controllante (Pepperland) nella società controllata e quindi richiesto l'omologazione dei rispettivi deliberati.

Tale richiesta è stata respinta sulla base di due argomentazioni: la prima, e principale, è quella per la quale nel caso di specie non è stata rispettata la disposizione contenuta nel 3° comma art. 2357ter per effetto della quale ove si verifichi un acquisto di azioni proprie è necessario procedere alla costituzione di una riserva indisponibile di pari importo <sup>(52)</sup>; la seconda, peraltro con una scarsa motivazione, per la quale avendo accertato che “nel passivo dello stato patrimoniale di questa società (*id est* Pepperland s.p.a.) è iscritta la voce <debiti

---

<sup>(50)</sup> Nella valutazione delle argomentazioni formulate dai giudici di Milano sulla legittimità del MLBO, argomentazioni che, per esempio, risultano piuttosto superficiali sul tema della frode alla legge e su i requisiti necessari affinché ricorra, non deve dimenticarsi che comunque l'impugnazione della delibera assembleare è stata dichiarata inammissibile ex art. 2504quater.

<sup>(51)</sup> Pubblicato in *Società*, 2000, 333.

<sup>(52)</sup> In particolare dal testo del decreto emerge la convinzione per la quale comportando la fusione inversa un acquisto di azioni proprie della società incorporante tale acquisto deve avvenire nel pieno rispetto del 3° comma, art. 2357ter la cui funzione è quella di “evitare l'annacquamento del capitale che si verifica nel momento stesso in cui si pongono le condizioni per il trasferimento delle azioni in capo alla società incorporante”.

Sostiene l'erroneità di tale impostazione M.S. SPOLIDORO, in Nota di commento a Trib. Milano, 4 maggio 1999, cit., per la convinzione che nel caso di fusione inversa gli artt. 2357ter, 3° comma, 2357bis, n. 3, non trovano applicazione in quanto applicabili solo all'ipotesi di una fusione diretta (c.d. *forwad merger*).

verso enti creditizi> che deriva, da quanto emerge dalla nota integrativa, da un finanziamento utilizzato per l'acquisto di azioni SIB" dall'aver ritenuto "documentato l'utilizzo illecito di un'operazione di *leveraged buy out*".

Per quanto d'interesse deve essere evidenziato come il Tribunale di Milano, sulla base di dati che non è possibile conoscere attraverso la lettura del decreto, ha chiaramente ritenuto di qualificare come illecita l'operazione di *revers merger leveraged buy out*. Peraltro, l'estrema sinteticità dell'argomentazione, unita alla sensazione che comunque il provvedimento di diniego dell'omologa sia incentrato sulla violazione dell'art. 2357ter, ultimo comma, non autorizzano a ritenere che si è in via principale e diretta affermata l'illiceità dell'operazione di *merger LBO*.

- Il caso D'Andria

Nel caso affrontato, da ultimo, da Cass. Penale, 4 febbraio 2000, in Notariato, 2001, 239, il *thema decidendum* ha riguardato il reato di bancarotta fraudolenta e documentale dell'imputato ma sono bastate alcune affermazioni generali e poco motivate per far ritenere che la Cassazione si fosse espressa contro la legittimità del *leveraged buy out* nel nostro ordinamento.

Nel caso di specie una società, attraverso il conferimento di beni immobili o/e il rilascio di cambiali, aveva acquistato il controllo di alcune società di capitali (CEI Holding S.p.a. e GIFI S.p.a.). A seguito delle numerose irregolarità contabili e della dichiarazione di fallimento l'amministratore di tale società è stato sottoposto a custodia cautelare in carcere per il delitto di bancarotta fraudolenta patrimoniale e documentale.

Dalla lettura del provvedimento dei giudici di legittimità emerge che una delle società acquisite aveva concesso avallo cambiario a garanzia del debito contratto dall'acquirente per procedere all'acquisto delle azioni della target. Attraverso tale meccanismo, quindi, era stato trasferito sulle società acquisite il peso economico dell'operazione.

Alla tesi dei difensori dell'imputato secondo la quale non ricorrerebbe nessun reato di bancarotta dato che l'operazione di acquisto era stata attuata mediante "un moderno ma assolutamente lecito schema di autofinanziamento, qual è quello del c.d. *leveraged buy out*", i giudici di legittimità rispondono, con affermazioni apparentemente di principio che "l'istituto del c.d. *leveraged buy out* non è importabile in Italia, ostando il principio fissato nell'art. 2358 per il quale <la società non può accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie>. Il meccanismo finanziario utilizzato mediante il LBO è perciò illecito in Italia, quanto meno nei limiti sovra esposti".

Dalla lettura della sentenza non risulta difficile evidenziare come tale affermazione sia del tutto incidentale, sostanzialmente immotivata e non

idonea ad essere considerata come un precedente significativo ai fini di una ricostruzione giurisprudenziale sulla ammissibilità nel nostro ordinamento societario dell'operazione di LBO <sup>(53)</sup>.

In primo luogo in quanto si tratta di una decisione espressa in sede di ricorso avverso un'ordinanza che in sede di riesame aveva confermato la misura della custodia cautelare in carcere disposta dal GIP e pertanto resa non al termine di un giudizio di merito ma in sede cautelare e quindi senza la necessità di una approfondita motivazione.

In secondo luogo la fattispecie concreta, posta in essere dall'indagato, non appare nonostante i tentativi della difesa, configurabile come una vera e propria operazione di LBO. Risulta facilmente come essa venga "perseguita" dai giudici di merito perché integrante gli estremi di (una presunta) della bancarotta fraudolenta per distrazione (dato che l'acquisto delle azioni era stato posto in essere senza una effettiva disponibilità finanziaria a sostenerlo) e non invece per violazione del combinato disposto degli artt. 2358-2630, 1° comma, n.2 <sup>(54)</sup>. Le affermazioni dei giudici di legittimità, sulla illiceità del LBO nel nostro ordinamento, risultano quindi di carattere meramente incidentale e probabilmente indotte unicamente dalle argomentazioni difensive del ricorrente <sup>(55)</sup>.

---

<sup>(53)</sup> Che la sentenza in esame sia stata erroneamente indicata da parte della stampa economica come un importante precedente giurisprudenziale in tema di *merger LBO* risulta di tutta evidenza sulla base delle seguenti considerazioni:

1) il *thema decidendum* della sentenza riguarda la legittimità dell'ordinanza di custodia cautelare in carcere e le affermazioni sull'illiceità del LBO sono meramente incidentali;

2) la fattispecie del caso di specie costituisce una violazione diretta dell'art. 2358 dato che la società *target* aveva concesso una garanzia per l'acquisto delle proprie azioni e quindi non può essere "utilizzata" per la valutazione del *merger LBO* che invece potrebbe dar luogo solo ad una violazione indiretta di tale norma.

In tal senso: E. FILOGRANA, *Un falso precedente in tema di leveraged buy out*, in Foro it., 2000, II, 403; R. PARDOLESI – S. ATELLI, "*Leveraged buy out*": un caso di radicalismo interpretativo, in Notar., 241, 2001.

<sup>(54)</sup> La sentenza impugnata aveva sostenuto che "le modalità di acquisizione rendono evidente (...) la totale mancanza della necessaria liquidità da parte dell'acquirente che non sostenne alcun esborso e che, con il meccanismo dell'avallo da parte delle società cedute, fece indirettamente cadere su di esse il peso economico dell'operazione". Oggetto del giudizio risulta a ben vedere una condotta di distrazione fallimentare che si sarebbe realizzata attraverso il depauperamento del patrimonio sociale. L'acquisto, infatti, delle società risultava esser stato compiuto in parte mediante beni immobili sopravvalutati ed ipotecati, in parte mediante cambiali (la prima delle quali già scaduta) avallate dalla stessa società acquisita.

<sup>(55)</sup> In tal senso: cfr. E. FILOGRANA, *Un falso precedente in tema di leveraged buy out*, in Foro it., 2000, II, 403; ACCINNI, *Operazioni di leveraged buyout ed un preteso caso di illiceità penale*, in

Di poi la descrizione dell'operazione di LBO contenuta nella sentenza appare piuttosto superficiale ed anche erronea allorquando viene equiparata la garanzia del prestito costituita dalle azioni della target con quella assicurata dal patrimonio della stessa società acquisita <sup>(56)</sup>. Diversa è, infatti, l'ipotesi in cui l'acquirente, successivamente all'acquisto o al momento della stipula del finanziamento, si impegna a concedere in pegno le azioni acquisite (operazione che da un lato si caratterizza per la concessione in garanzia di beni propri e per il risultare del tutto estraneo all'operazione il *management* della *target company* risulta del tutto estraneo all'operazione), da quella in cui il finanziamento/prestito contratto dalla *new company*, per il compimento dell'operazione, venga garantito dalla società bersaglio con il proprio patrimonio (ipotesi che certamente si configura come una violazione diretta dell'art. 2358) <sup>(57)</sup>.

---

Riv. soc., 2001, 193; B. BERTINI, *LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, in Contr. e imp., 2000, 1439.

<sup>(56)</sup> Testualmente è stato affermato dai giudici di legittimità che "l'istituto del LBO, sorto negli Stati Uniti d'America, consiste nell'acquisizione di una società (società bersaglio – *target company*) da parte di un'altra società la quale ultima contrae un prestito con un terzo (di solito altra società), garantendo tale prestito con le azioni o con il patrimonio della società bersaglio".

<sup>(57)</sup> In tal senso anche: PARDOLESI-ATELLI, "Leveraged buy out": un caso di radicalismo interpretativo, in Notar., 241, 2001; PICONE, Nota, in Società, 2000, 718.