

# **Il commercialista telematico**

## **LE OPERAZIONI DI LEVERAGE BUY OUT: CARATTERISTICHE, OPPORTUNITÀ DI FINANZIAMENTO ED IMPLICAZIONI FINANZIARIE**

a cura Giuseppe Demauro

L'espressione "Leveraged buy out" (LBO) la cui traduzione significa "acquisizione attraverso il debito" - costituisce una particolare tecnica di ristrutturazione industriale e finanziaria spesso finalizzata a favorire le acquisizioni aziendali, nata negli Stati Uniti d'America agli inizi degli anni 60 come evoluzione del "going private" e poi diffusasi nel nostro continente.

Il massimo sviluppo della tecnica di LBO si realizza nel corso degli anni 80, periodo in cui istituti finanziari prevalentemente anglosassoni iniziarono a concedere finanziamenti garantiti non solo dai beni delle imprese, ma anche ma anche dalle prospettive di "cash flow" che le stesse erano in grado di generare. Fu proprio in quel periodo di forte diffusione che è sorto il dibattito a livello internazionale sull'ammissibilità dell'operazione.

I maggiori oppositori imputavano a questa tecnica di finanziamento la creazione di una pericolosa situazione di eccessivo indebitamento in cui si sarebbero trovate numerose aziende con la conseguenza di creare, soprattutto in periodi di recessione economica, un indebolimento del tessuto industriale con un evidente effetto moltiplicatore.

Occorre tuttavia osservare<sup>1</sup> che i fenomeni di riorganizzazione aziendale, peraltro, non sono tipici solo di fasi "espansive" dell'economia

---

<sup>1</sup> Cfr.: N. Bruno, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, Luiss Guido Carli, CERADI, 2002

# Il commercialista telematico

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)

L’effettiva legalità dell’operazione, sempre dibattuta in Italia come meglio si specificherà appresso, si è concentrata nel nostro sistema giuridico sull’eventuale contrasto tra l’operazione di LBO ed il divieto di accordare prestiti o fornire garanzie per l’acquisto di azioni proprie da parte della società acquisita, contenuto nell’art. 2358, comma 2, del Codice Civile. Tale dibattito, tuttavia, sembra aver trovato una risposta definitiva con l’emanazione del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (attuazione della delega di riforma del diritto societario) che ha previsto l’introduzione nell’ordinamento nazionale di una specifica disposizione che legittima definitivamente l’operazione di leveraged buy out (novellato art. 2501 bis c.c.).

# Il commercialista telematico

Ma in cosa consiste il leverage buy out<sup>2</sup> ?

E' un tecnica che permette ad una società appositamente costituita (cd. shell company o newco) l'acquisto di una partecipazione totalitaria o di controllo (leverage stock acquisition) di una società di capitali attraverso il ricorso al capitale di prestito erogato da banche o società finanziarie specializzate. Il finanziamento ottenuto risulta garantito con le azioni o con il patrimonio della stessa target company; il finanziamento sarà rimborsato con il cash flow della società acquisita o con la vendita dei beni aziendali della società bersaglio (c.d. target company).

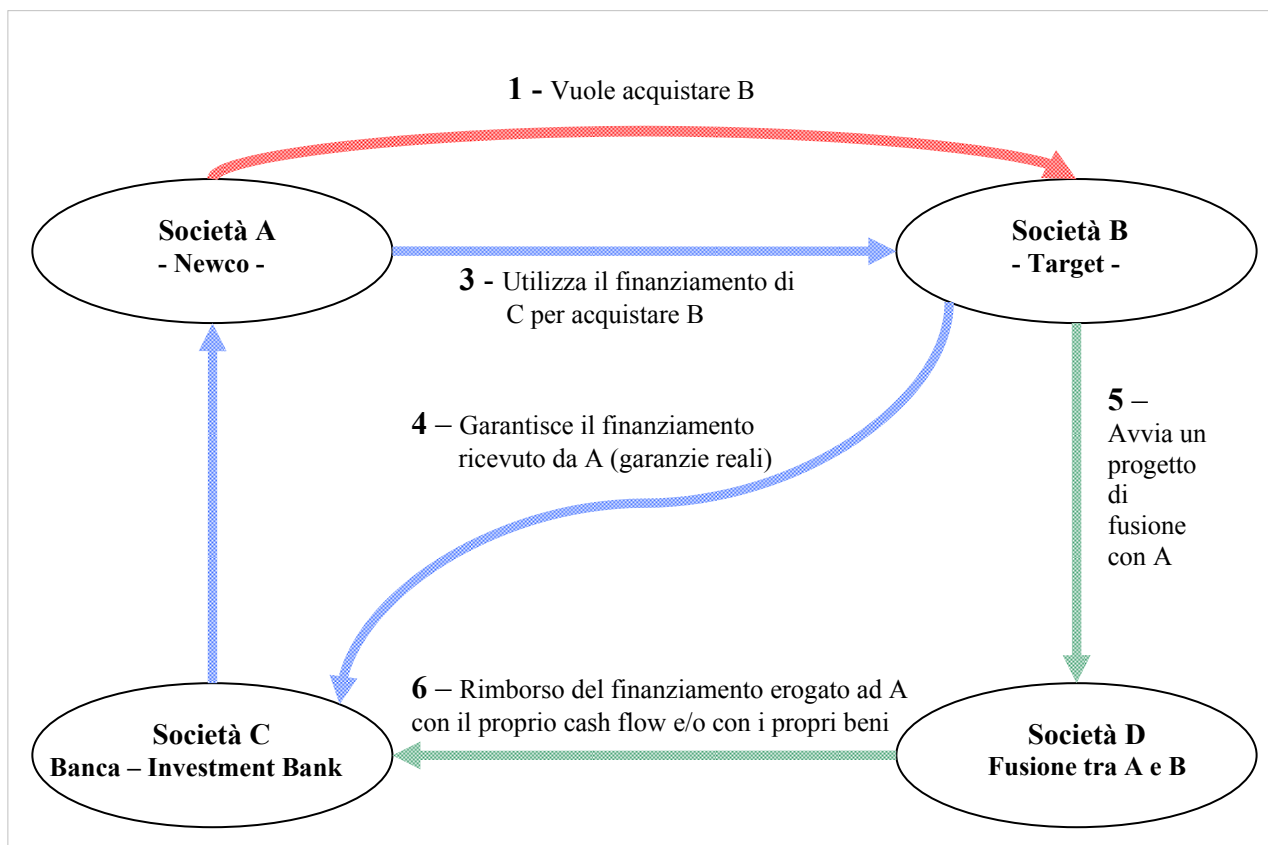
Lo schema tipico dell'operazione di LBO è il seguente:

2  
Eroga un  
finanziamento  
ad A per  
l'acquisto di B

---

<sup>2</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.

# Il commercialista telematico



- Fig. 1 -

Appare evidente che il ricorso al finanziamento non esclude l'impiego di capitali propri da parte della newco finalizzati al perfezionamento dell'operazione; tali capitali saranno tuttavia inferiori rispetto a quanto necessario per l'acquisto della società target e molto spesso rientrano nelle garanzie che vengono rilasciate all'ente finanziatore.

Lo scopo e l'opportunità di questa operazione per l'acquirente è dato dalla possibilità di effettuare l'acquisizione aziendale utilizzando risorse che non sono assolutamente disponibili in quanto di fatto inesistenti.

In sostanza possiamo dire che questa operazione viene posta in essere spesso con finalità speculative, poiché l'acquisto della società target viene effettuato da parte della newco quasi sempre senza l'esborso di significativi mezzi propri; a seguito della costituzione, per fusione, della società D, la stessa viene poi spesso ceduta lucrando così sul capital gain. Di fatto i promotori dell'iniziativa non hanno rischiato nulla (assenza di mezzi propri) ma avranno probabilmente massimizzato i profitti derivanti dall'operazione.

# Il commercialista telematico

Tutta l'operazione si basa sul concetto di leva finanziaria, intesa come il rapporto tra l'indebitamento totale ed il totale delle attività; la leva evidenzia in che misura l'indebitamento della società può influire sulla sua redditività. Essendo il LBO un'operazione a carattere speculativo, la corretta valutazione della leva finanziaria oltre ad essere il presupposto dell'intera operazione ne è anche il principale indicatore circa la buona riuscita.

Per far sì che l'intera operazione possa ritenersi vantaggiosa è necessario che il rendimento (utile) ricavato dalle attività totali superi il costo del debito (scontato delle imposte) per garantire un ritorno netto nel quale il rapporto di leva determina l'effetto moltiplicativo sul capitale investito.

Quali sono gli elementi da considerare per la scelta della società target ?

L'individuazione della società target viene effettuata ricercando ed analizzando soprattutto le seguenti caratteristiche:

1. stabilità nei flussi di cassa;
2. potenzialità di crescita degli utili negli esercizi successivi;
3. contenuto livello di indebitamento;
4. presenza di un patrimonio caratterizzato da un tasso di flessibilità delle immobilizzazioni materiali contenuto (consentirà più facilmente l'alienazione o lo scorporo degli stessi);
5. buon posizionamento conseguito sul mercato di riferimento;
6. livello di concorrenza presente sul mercato;
7. presenza di un adeguato management caratterizzato da buona capacità e professionalità.

# Il commercialista telematico

Agli elementi di cui sopra si potranno aggiungere o eliminare altri a seconda se l'acquisizione della società target ha un obiettivo speculativo (quindi si valuterà la stabilità del mercato di riferimento, la ridotta obsolescenza dei beni prodotti in termini di contenuto tecnologico e di investimenti necessari per garantire il posizionamento degli stessi sul mercato, l'elevata liquidità presente nel patrimonio).

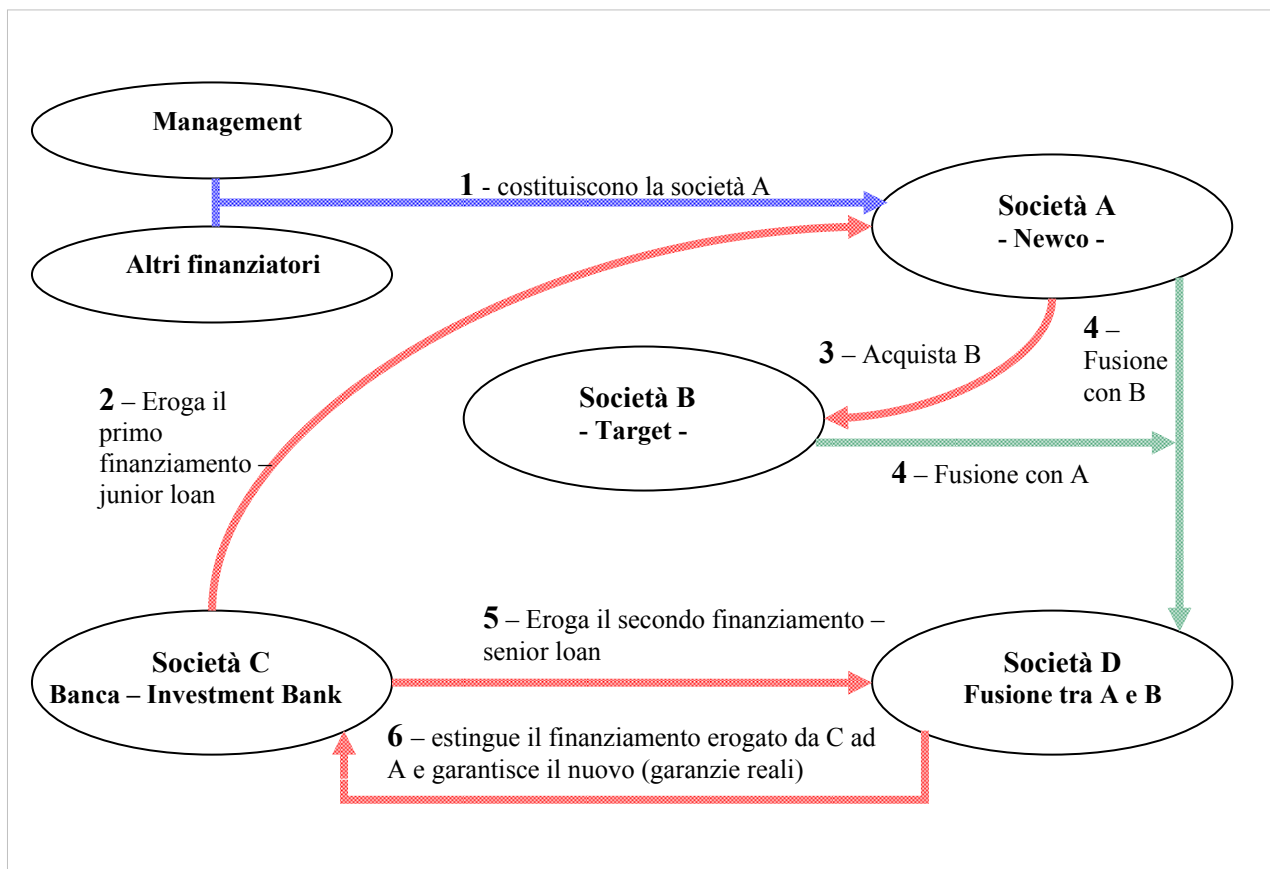
Una variante dello schema classico di LBO è il "Leverage Management Buy Out".

Si ha che:

1. Il management decide di acquisire la totalità della partecipazione di una società attraverso mezzi propri e mezzi di terzi;
2. procede quindi alla costituzione di una newco
3. da parte dei soggetti finanziatori interessati saranno erogati due finanziamenti:
  - a. il primo a breve termine (Junior Loan) consentirà l'acquisto delle azioni e/o del patrimonio della società Target senza il rilascio di particolari garanzie ai soggetti finanziatori;
  - b. il secondo (Senior Loan) sarà erogato dopo l'acquisizione e la successiva fusione tra la società newco e la società Target ad estinzione del precedente finanziamento ma questa volta garantito con i beni prima facenti parte del patrimonio della società Target ed ormai confluiti nella nuova società nata dalla fusione.

# Il commercialista telematico

Schematizzando abbiamo che:



- Fig. 2 -

Si evidenzia, per quanto superfluo, che il primo finanziamento - junior loan - sarà più oneroso poiché accordato senza alcuna garanzia reale; il secondo, invece, risulterà scontare tassi più modesti poiché assistito da garanzie reali concesse dalla nuova società nata dalla fusione di A e B.

## Qual è la relazione tra il LBO e le disposizioni del codice civile ?

Il problema principale sollevato all'istituto del L.B.O. è quello della sua validità rispetto a quanto sancito dall'art 2358 c.c., secondo il quale "la società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie" con l'obiettivo di tutelare l'integrità

# Il commercialista telematico

del capitale sociale, di impedire agli amministratori di effettuare manovre speculative sui titoli della società e di perseverare la stabilità dei mercati dei capitali.

In poche parole l'interrogativo è: può la società Target concedere delle garanzie per l'acquisto delle proprie azioni dal momento che il costo finale dell'intera operazione è sorretto dal suo stesso patrimonio e posto che il finanziamento erogato verso la società Newco è concesso nella prospettiva di un risanamento del debito contratto attraverso l'utilizzo delle disponibilità economiche della società Target o mediante la vendita dei suoi cespiti ?

Con l'obiettivo di dare soluzione al quesito la dottrina si è suddivisa in due filoni.

Il primo afferma che il L.B.O. attuato mediante fusione costituisce una fattispecie giuridica non conforme a legge; infatti, si tratterebbe di un insieme di negozi giuridici, legittimi se considerati singolarmente, ma che, se considerati globalmente, diventerebbero illegittimi in quanto volti esclusivamente ad aggirare il divieto imposto dall'art 2358 c.c.

Ne deriva che qualora si accerti che la fusione non persegue alcun interesse economico, si può dedurre che l'intera operazione sia stata posta in essere con lo scopo di trasferire sul patrimonio della società bersaglio il costo dell'acquisizione delle azioni della stessa.

Altri (Campobasso in primis), invece, considerano che l'operazione di L.B.O. non contrasti con il dispositivo dell'art. 2358 c.c.; in tutta la fase di acquisizione non vi è alcuna attività della società target che possa identificarsi in contrasto con il divieto di assistenza finanziaria poichè nella fase anteriore all'acquisizione, quando la newco si indebita per finanziare l'acquisizione della società target, quest'ultima è del tutto estranea all'operazione di finanziamento.



# Il commercialista telematico

Successivamente all'acquisizione, la società target è estranea al contratto e l'unica attività compiuta dalla target nell'intero procedimento è la fusione con la newco che comunque non configura la costituzione di una garanzia da parte della target a favore della newco essendo un'operazione di per sé neutra.

Dopo la fusione, la società target cessa di esistere essendo stata incorporata nella newco, per cui le garanzie successivamente rilasciate dalla newco a garanzia del finanziamento stipulato per acquistare la società target, non possono integrare atti di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie.

Con la riforma del diritto societario (Dlgs 6/2003 in vigore dal 1 gennaio 2004) le tesi a favore della liceità dell'operazione hanno trovato un valido supporto nel novellato art. 2501 bis c.c. che per la prima volta ha espressa disciplina legislativa a tale tipo di operazioni.

Art. 2501 bis - Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento.

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

Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501 ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La relazione di cui all'articolo 2501 quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

# Il commercialista telematico

La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501 sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

Al progetto deve essere allegata la relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente.

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

Dalla sintetica lettura del citato articolo si evince (anche se ancora oggi i giudizi della dottrina non sono unanimi) che il legislatore ha riconosciuto la liceità delle operazioni di LBO, premurandosi anche di richiedere delle informazioni supplementari a garanzia della trasparenza dell'operazione.

Gli amministratori coinvolti dovranno dunque indicare le reali ragioni sotto il profilo economico e strategico dell'intera operazione e fornire adeguate informazioni in merito al piano economico e finanziario che ne consente l'esecuzione.

Giuseppe Demauro

[giuseppe.demauro@gmail.com](mailto:giuseppe.demauro@gmail.com)

28 Maggio 2008