



Il *merger leveraged buy-out* («MLBO»)

**PIERO VENTURINI
e
MATILDE FINUCCI**

17 febbraio 2023

Indice

- Il *MLBO* in pillole
- Il *MLBO* nella dottrina pre-riforma
- Il *MLBO* pre-riforma: gli orientamenti giurisprudenziali
- La Riforma del Diritto Societario – Legge Delega: cosa prevede?
- L'ambito di applicazione dell'articolo 2501-*bis*
- Le fasi dell'operazione
- I soggetti coinvolti
- L'iter giuridico-contabile di un *MLBO*
- Un *case study*: il nuovo orientamento del Tribunale di Roma
- Un *case study*: la gestione dell'esperto «non esperto»

Il *MLBO* in pillole

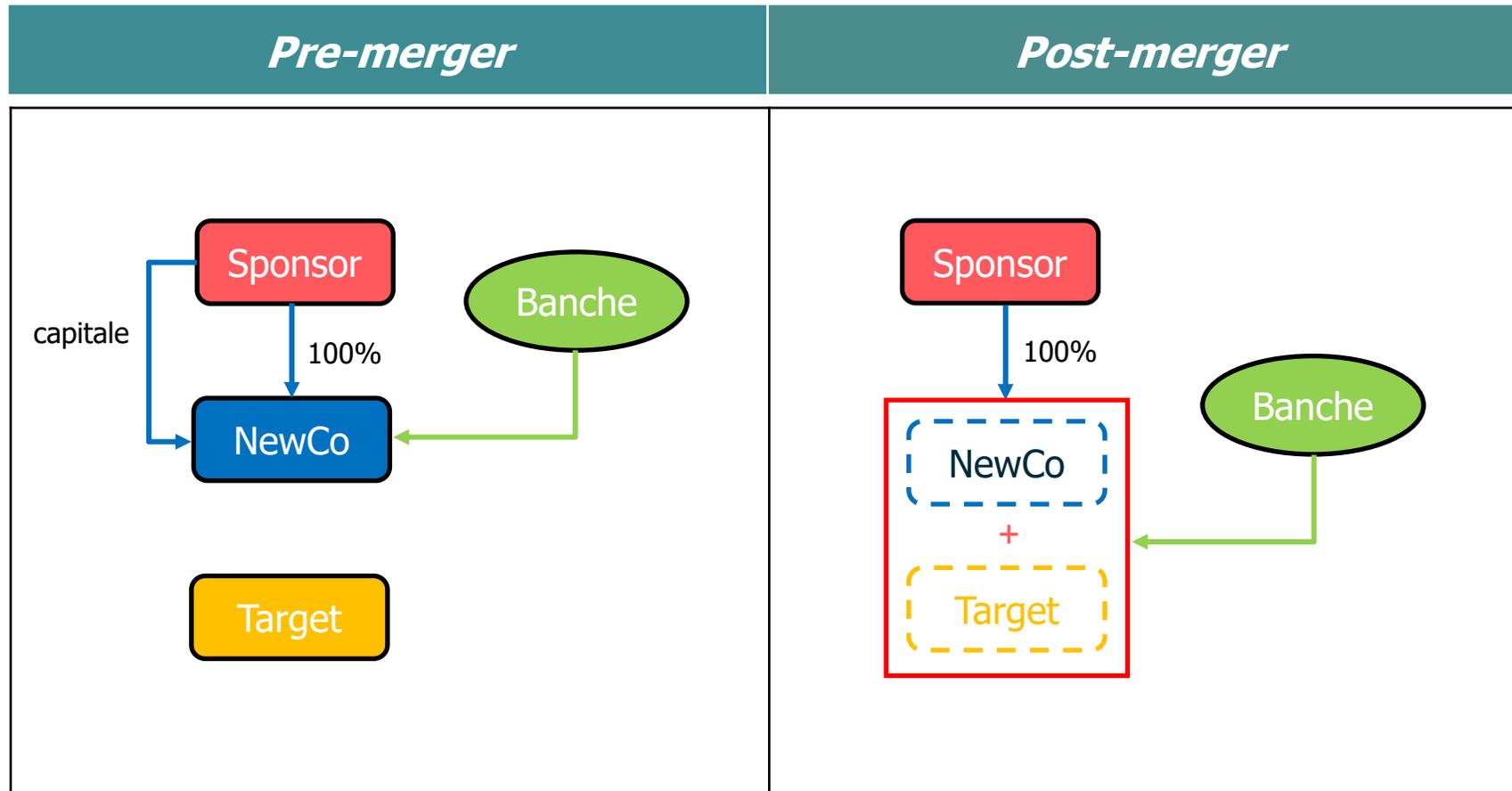


- Con l'espressione «**Merger Leveraged Buy-Out**», ossia **fusione a seguito di acquisizione con indebitamento**, si intende l'operazione tramite la quale un **soggetto** («**Sponsor**») **che intende acquistare la totalità (o la maggioranza) delle azioni di un'altra società** («**Target**») **costituisce una nuova società** («**NewCo**») che **contrae** – dietro concessione di apposite garanzie – **un finanziamento per acquisire il controllo di Target**.
- Successivamente, **Target e NewCo si fondono** e **il debito** contratto da NewCo **graverà sul patrimonio unificato di NewCo+Target** e sarà **ripagato con i flussi di cassa generati da Target**.

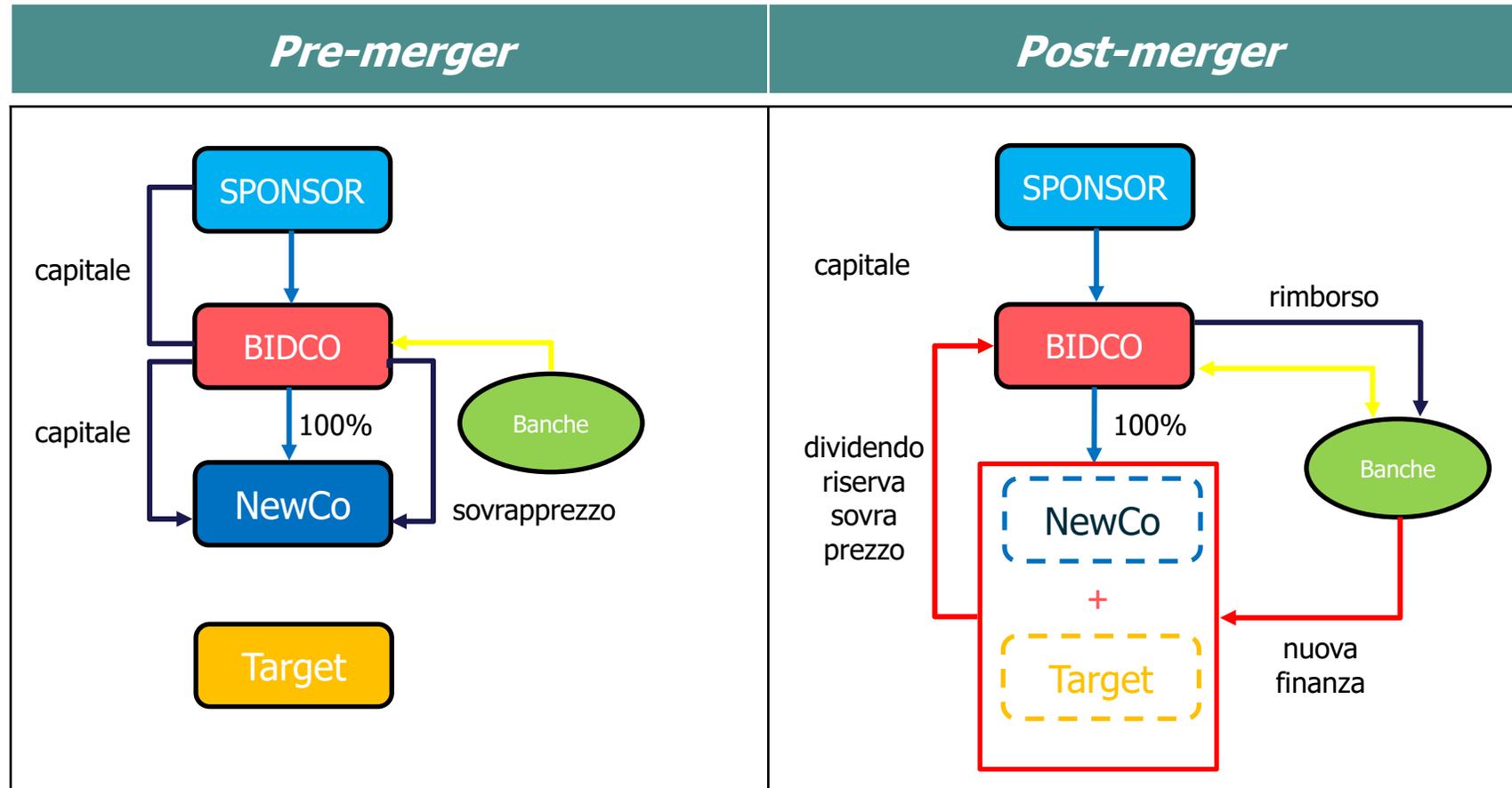
Un po' di storia...

- ✓ **USA**, anni 80: prime critiche
- ✓ **EUROPA**, anni 90: il dibattito continua
- ✓ **ITALIA**, operazioni rilevanti: *Seat* / *Pagine Gialle*, *Olivetti* / *Telecom*

Il *MLBO* in pillole



Il *MLBO* in pillole



Il *MLBO* nella dottrina pre-riforma



In generale, prima della riforma del 2003, si discuteva della **liceità** delle operazioni di *MLBO* facendo riferimento a quanto previsto dagli **artt. 2357, 2358 e 1344 c.c.**

Art. 2357 - Acquisto delle proprie azioni

La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate.

[...]

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

Art. 2358 - Altre operazioni sulle proprie azioni

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

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

Le disposizioni dei due commi precedenti non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate. In questi casi tuttavia le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenute nei limiti degli utili distribuibili regolarmente accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato.

Art. 1344 – Contratto in frode alla legge

Si reputa altresì illecita la causa quando il contratto costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa.

Quali gli interessi tutelati?

Il *MLBO* nella dottrina pre-riforma



Negli anni, si sono susseguite diverse **teorie favorevoli e contrarie all'«esportazione» del *MLBO* in Italia**. A livello dottrinale, il dibattito era diviso fra coloro che aderivano alla **tesi sostanzialista** e quanti invece optavano per la **tesi formalistica**.

TESI SOSTANZIALISTICA

✓ **Tesi secondo cui, nonostante la liceità delle singole fasi dell'operazione di *MLBO*, l'intera operazione viene ritenuta nella sostanza illecita, in quanto preordinata alla violazione di norme imperative o condotta con finalità elusive dei divieti imposti dalle stesse (*i.e.*, in frode alla legge).**

ARGOMENTO N. 1

L'assunzione di un debito per l'acquisizione della Target da parte della Target stessa (scenario così definito all'esito della fusione) equivale alla concessione di un prestito da parte della Target a NewCo per l'acquisto delle sue stesse azioni, sostenendo il costo economico della sua acquisizione. NewCo diverrebbe intermediaria di Target → **violazione (indiretta) dell'art. 2358 c.c.** → **violazione (diretta) dell'art. 1344 c.c.**

ARGOMENTO N. 2

- Se la Target non è parte del contratto in base al quale la NewCo si dota della liquidità necessaria a completare l'operazione (c.d. *MLBO* «bilaterale») → **art. 2358 c.c. non è violato**;
- al contrario, se la Target ne è parte (c.d. *MLBO* «trilaterale») → **art. 2358 c.c. è violato**

Riguardo alla **possibilità di accordare rilevanza giuridica ai motivi della fusione**, la dottrina era divisa tra:

i. sostenere l'irrelevanza degli stessi perché i mezzi di tutela e di impugnazione sono quelli previsti dalla disciplina delle fusioni. Gli interessi protetti dal divieto dell'art. 2358 c.c. sono protetti:

- i. per i creditori, tramite l'istituto dell'opposizione alla fusione** (art. 2503 c.c.);
- ii. per i soci di minoranza, tramite impugnazione della delibera assembleare di fusione** per pregiudizio arrecato al valore della partecipazione da essi posseduta;

oppure

i. procedere con un *case by case approach* esaminando lo scenario fattuale di riferimento.

Il *MLBO* nella dottrina pre-riforma



TESI FORMALISTICA

- Tesi che, assumendo la liceità delle singole fasi dell'operazione di *MLBO*, giunge alla conclusione che l'intera operazione sia lecita, non violando così l'art. 2358 c.c., né integrando la fattispecie di cui all'art. 1344 c.c.

ALCUNE RAGIONI A SOSTEGNO

1

Stante la formulazione letterale dell'art. 2358 c.c., **il *MLBO* non comporta (i) né l'acquisto di azioni proprie da parte di Target, (ii) né l'accordo di prestiti o la concessione di garanzie da parte della stessa per l'acquisto di azioni proprie.** Al momento dell'erogazione del finanziamento, l'operazione di acquisizione è già perfezionata, facendo sì che Target non garantisca in alcun modo l'acquisto delle sue azioni.

2

Al momento in cui NewCo si indebita per acquisire la Target:

- i. Target è totalmente estranea al rapporto tra NewCo e i suoi azionisti e tra NewCo ed enti finanziatori;
- ii. Target non fornisce alcun prestito e/o garanzia, questi ultimi concessi da NewCo e dai suoi soci;
- iii. sebbene il prestito sia concesso in previsione della fusione e lo stesso sarà poi garantito dai beni di Target, tale garanzia è generica e ipotetica.

3

Al momento dell'acquisizione, Target non assume delibere a favore dei finanziatori.

4

Non sussiste elusione dell'art. 2358 c.c. (e conseguente violazione dell'art. 1344 c.c.) posto che:

- i. il *LBO* non è sul capitale di Target;
- ii. non sussiste cambio di maggioranze, bensì di proprietà, nel capitale sociale di Target;
- iii. gli amministratori di Target non intervengono nell'operazione;

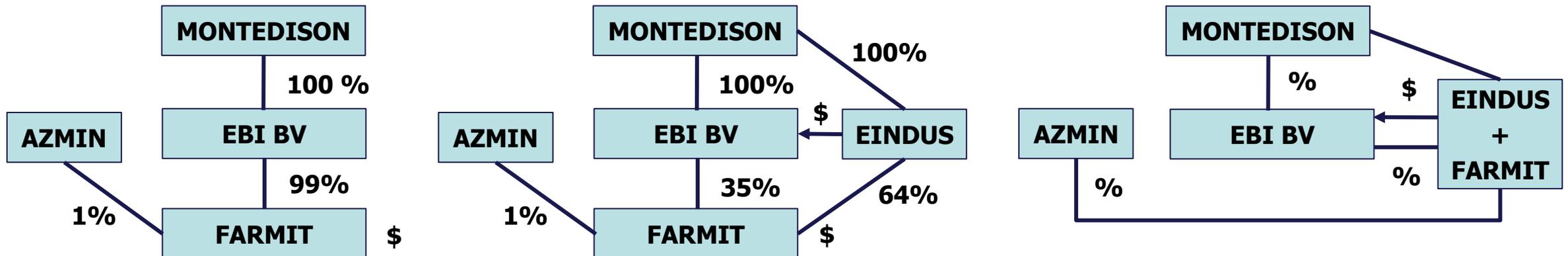
Riguardo alla **possibilità di accordare rilevanza giuridica ai motivi della fusione**, la **tesi formalistica li considera irrilevanti e insindacabili**.

Il *MLBO* pre-riforma: gli orientamenti giurisprudenziali

Il caso Farmitalia S.p.A. (1992)



- **Montedison S.p.A.** acquisisce indirettamente – attraverso le controllate Erbamont NV e Erbamont Italia BV – il **100% del capitale sociale** di **Farmitalia S.p.A.** (**Target**). Dopo una serie di operazioni, **viene costituita NewCo per l'acquisizione del controllo di Target mediante un prestito infragruppo concesso da Erbamont Italia BV**. L'operazione si conclude con la **fusione per incorporazione diretta di Target in NewCo** (con annullamento delle azioni detenute da Target nella società acquisita) e il **successivo rimborso del debito contratto nei confronti di Erbamont Italia BV**.
- Prima della fusione, Target non disponeva né di utili, né di riserve disponibili per pagare il debito utile per l'acquisizione di Target.
- **Oggetto:** stante la struttura dell'operazione societaria, *si può ravvisare un acquisto di azioni proprie?* Inoltre, *si può parlare di un impoverimento del patrimonio della Target, senza corrispettivo?*



Il *MLBO* pre-riforma: gli orientamenti giurisprudenziali

Il caso *Farmitalia S.p.A.* (1992)



PRONUNCIA

- **Sede civile** (Tribunale di Milano, 14 maggio 1992, *Furlan c. Farmitalia Carlo Erba s.r.l., Nuova Montedison S.p.A ed altri*):
 - **Applicazione dell'art. 2504-*quater* c.c.**, secondo cui l'invalidità della fusione non può essere pronunciata una volta eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione;
 - **Esito**: mancata violazione degli artt. 2357 e 2358 c.c., in quanto:
 - 1) Target non ha acquistato azioni proprie, sia prima che dopo la fusione;
 - 2) non sussiste violazione diretta del divieto di *financial assistance* posto che Target non ha prestato alcuna garanzia a Erbamont Italia BV, né accordato alcun prestito a NewCo per l'acquisto delle proprie azioni; non sussiste neppure una violazione indiretta di tale divieto all'esito della fusione tra NewCo e Target. Infatti, la fusione non è un negozio in frode alla legge in quanto «**non comporta per la società acquisita un'operazione di prestito o di garanzia finalizzata a fare acquistare sue azioni alla società acquirente**» (*i.e.*, il Tribunale afferma la piena legittimità delle operazioni di MLBO).
- **Sede penale** (Tribunale di Milano, 30 giugno 1992, *Ferrari, Morrione ed altri*):
 - **Esito**: **violazione dell'art. 2357 c.c.**, ➡ il caso di specie configura un **acquisto di azioni proprie per interposta persona da parte di Target realizzato attraverso NewCo**, e condanna degli amministratori delle società coinvolte. Secondo il Tribunale, tuttavia, l'illiceità dell'operazione – rappresentata dall'elusione della disciplina dettata in materia di acquisto di azioni proprie – si ravvisa al momento dell'acquisto delle azioni e non già della fusione. Di conseguenza, i giudici ritengono irrilevante indagare sulla possibile illiceità del *MLBO*.

Il *MLBO* pre-riforma: gli orientamenti giurisprudenziali

Il caso Fratelli Marzoli S.p.A. (1993)



- **Unimarfin S.r.l. (NewCo)** acquisisce quasi il **100% del capitale sociale di F.Ili Marzoli S.p.A. (Target)**, utilizzando fondi derivanti da **finanziamenti concessi da un *pool* di istituti di credito e risorse proprie** (in minima parte).
- **Fusione per incorporazione di Target in NewCo.** La società derivante dalla fusione (Fratelli Marzoli e C. S.p.A.) procede alla **vendita di una serie di cespiti aziendali appartenenti a Target per consentire il rimborso del debito assunto da NewCo.**
- **Oggetto:** **possibile violazione degli artt. 2621, n. 1** (false comunicazioni sociali) **e 2630, co. 1, n. 2 c.c.**, quest'ultima per **presunta violazione degli artt. 2357-2358 c.c.** a seguito dell'operazione di *MLBO*.

PRONUNCIA

- **Esito: provvedimento di archiviazione.**
- **G.I.P.**, in sede penale, sostiene la:
 - **mancanza di una violazione diretta della fattispecie dell'acquisto di azioni proprie da parte di Target** perché quest'ultima si estingue per effetto della fusione, con conseguente annullamento delle azioni. Parimenti, **non si ritiene integrata l'ipotesi della concessione di prestito o rilascio di specifiche garanzie ai sensi dell'art. 2358 c.c.** da parte di Target;
 - **mancata elusione degli artt. 2357-2358 c.c.**, tale per cui, essendo nel caso concreto il *MLBO* – in linea con quanto previsto dal perito – il mezzo tecnico per il consentire al gruppo acquirente di presentarsi sul mercato internazionale consentendo di offrire tutti i macchinari necessari all'intero ciclo produttivo, non sussiste un'ipotesi di frode alla legge;
 - **non sussistenza dei reati di cui agli artt. 2621, n. 1 e 2630, co. 1, n. 2 c.c.**, stante la natura dei soggetti che realizzano le singole fasi dell'operazione come sopra descritta. La costituzione di NewCo e l'erogazione ad essa dei finanziamenti vedono protagonisti NewCo e i terzi; l'acquisizione di Target ruota attorno a NewCo e i soci della Target; infine, la fusione vede partecipi NewCo e Target.

Il *MLBO* pre-riforma: gli orientamenti giurisprudenziali

Il caso Manifattura di Cuorgné S.p.A. (1995)



- **Teseo S.r.l. (NewCo) acquisisce**, mediante un'operazione di *LBO* (senza fusione) resa possibile da un finanziamento concesso da un *pool* di banche (**Finanziamento NewCo**), **Manifattura di Cuorgné S.p.A. (Target)**. **Dopo l'acquisizione, Target ottiene un finanziamento dallo stesso *pool* finalizzato a fornire a NewCo i fondi necessari per ripagare il debito contratto in precedenza per l'acquisizione della Target (Finanziamento Target)**. Concretamente, **il denaro viene erogato direttamente a NewCo. Di conseguenza, il debito originario si estingue**.
- **Così facendo, il costo dell'acquisto delle (proprie) azioni ricade direttamente su Target, dando così origine ad una violazione dell'art. 2358 c.c.**
- Successivamente, Target viene dichiarata fallita.
- **Oggetto:** *in sede di formazione dello stato passivo, occorre altresì considerare il Finanziamento Target?*



Il *MLBO* pre-riforma: gli orientamenti giurisprudenziali

Il caso Manifattura di Cuorgné S.p.A. (1995)



PRONUNCIA

➤ Esito:

- 1) **respingimento della domanda di inserimento;**
- 2) **dichiarazione di nullità del Finanziamento Target.** Secondo i giudici, **il Finanziamento Target** – tecnicamente un contratto di anticipazione bancaria – è basato su una «causa illecita e determinato da motivo illecito comune alle parti contraenti»;
- 3) **dichiarazione di illiceità dell'intera operazione di *LBO* per violazione del divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c., posto che Target ha consentito materialmente a NewCo di pagare il Finanziamento NewCo.** Secondo il Tribunale, infatti, **tale divieto comporta «l'invalidità di ogni operazione che comunque eseguita tenda a conseguire risultati analoghi» e la disposizione trova applicazione «non solo [ai] prestiti concessi dalla società in vista dell'acquisto delle azioni ma anche [a quelli] che, pur essendo erogati successivamente, siano comunque legati strumentalmente a [tale acquisto]».**

Il *MLBO* pre-riforma: gli orientamenti giurisprudenziali

Il caso Trenno S.p.A. (1999)



- **San Siro S.p.A. (NewCo) acquisisce** dapprima **il 70% di Trenno S.p.A. (Target)**, poi lancia un'OPA arrivando a detenere **quasi il 100%**.
All'esito dell'operazione ha luogo la **fusione di NewCo in Target**, con **conseguente incremento del rapporto di indebitamento di quest'ultima rispetto a quello ante fusione**.
- **Oggetto:** un socio dissenziente di Target richiede al Tribunale di (1) **sospendere il provvedimento** e (2) **dichiarare la delibera di fusione nulla** sulla base dei seguenti argomenti:
 - l'operazione di fusione determina una violazione dell'art. 2358 c.c. o quantomeno una sua elusione, integrando potenzialmente la fattispecie del negozio in frode alla legge *ex art. 1344 c.c.*;
 - presenza di un conflitto di interessi di NewCo nell'approvazione della delibera di fusione.



Il *MLBO* pre-riforma: gli orientamenti giurisprudenziali

Il caso Trenno S.p.A. (1999)



PRONUNCIA

- **Esito:**
 - 1) respingimento dell'impugnazione della delibera di fusione in quanto l'atto di fusione era ormai iscritto nel Registro delle Imprese (art. 2504-*quater* c.c.);
 - 2) respingimento della richiesta di risarcimento del danno, posto che all'esito della fusione la partecipazione dello stesso socio dissenziente ha visto il suo valore incrementarsi;
 - 3) dichiarazione di inesistenza del reato di conflitto di interessi ex art. 2373 c.c., in quanto l'interesse soddisfatto non contrasta con quello della società, né si ha di conseguenza un danno alla stessa.

I giudici affermano che non è possibile esprimere a priori un giudizio di legittimità o illegittimità del *MBLO*, bensì occorre prediligere un *case by case approach* valutando le ragioni imprenditoriali che hanno sostanziato l'operazione nel suo complesso. ➡ Il *MLBO* non comporta violazione indiretta dell'art. 2358 c.c. ogni qual volta vi siano valide ragioni economiche.

Perché la sentenza è criticabile? ➡

- Eccessivo peso accordato alla discrezionalità del giudice.
- Ignare le condizioni da dover considerare per capire la linea di demarcazione tra progetto di fusione valido e in frode alla legge.

La Riforma del Diritto Societario

Legge Delega: cosa prevede?



Art. 7, co. 1, lett. d) della Legge Delega n. 366/2001:

1. La riforma della disciplina della trasformazione, fusione e scissione è ispirata ai seguenti principi e criteri direttivi:

d) prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli articoli 2357 e 2357-*quater* del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile.

La Relazione Illustrativa di accompagnamento al D.lgs. 6/2003 reca quanto segue:

«[p]er quel che concerne le operazioni di *leveraged buyout* – relativamente alle quali la legge-delega (art. 7, comma 1°, lett. d) demandava al legislatore delegato di "prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli articoli 2357 e 2357 *quater* del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile" – si sono indicate le condizioni cui dette fusioni devono sottostare (art. 2501-*bis*)».

OSSERVAZIONI:

➤ allineamento della legge delega con la tesi formalistica;

➤ tuttavia, essendo necessario un decreto di recepimento da parte del Governo, **in sede di attuazione, il recepimento dell'art. 7, co. 1, lett. d) fu oggetto di dibattito**, delineandosi l'alternativa tra:

- **recepimento letterale** della disposizione della legge delega, con conseguente mancata violazione degli artt. 2357-2358 c.c.; *oppure*
- **recepimento parziale**, tale per cui il *MLBO* divenisse legittimo solo a certe condizioni;

➤ **prevale il secondo approccio** ➡ **introduzione dell'art. 2501-*bis* c.c.**

Art. 2501-bis c.c.



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.

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 una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti 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.

L'ambito di applicazione dell'art. 2501-bis



- La disciplina del *MLBO* viene dunque codificata con la riforma del diritto societario del 2003, la quale ha introdotto l'**art. 2501-bis c.c.**, inquadrando la fattispecie in esame come una **species del più ampio genus della «fusione»**. Di conseguenza, se una fusione rientra nel campo di applicazione dell'art. 2501-bis c.c., la disciplina a dover essere applicata è sempre quella dettata in materia di fusione, tenuto però conto delle peculiarità enunciate dall'art. 2501-bis c.c.
- Quindi, dal punto di vista giuridico, la prima attività che l'operatore del diritto deve compiere è capire se la fusione, così come concretamente strutturata, possa

«Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra [c.d. società target], 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»

- Tre presupposti cumulativi:

Esistenza di un rapporto di controllo ai sensi dell'art. 2359 c.c. o di altre norme di legge, anche preesistente al finanziamento, tra la società incorporante e incorporata



Contrazione di un debito da parte di una società funzionale all'acquisizione del controllo dell'altra



Il fatto che per effetto della fusione il patrimonio della società, per il cui acquisto del controllo è stato contratto un debito, viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti

Rapporto di controllo (art. 2359, co. 1, c.c.).

Sono considerate società controllate:

- 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;
- 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;
- 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.

Le fasi dell'operazione

L'individuazione della Target

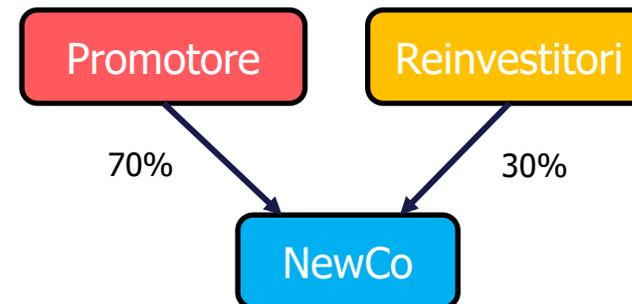
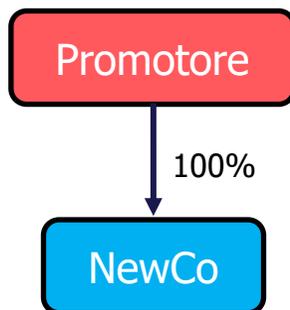
- Fondamentale è in primis la **scelta della Target da acquisire**.
- In generale, condizioni essenziali sono la **solidità patrimoniale** e la **redditività prospettica di Target**: il patrimonio di Target, infatti, rappresenta la garanzia generica del prestito erogato e una buona redditività prospettica permetterà di generare i flussi di cassa necessari a ripagare il debito.



Le fasi dell'operazione

La costituzione della NewCo

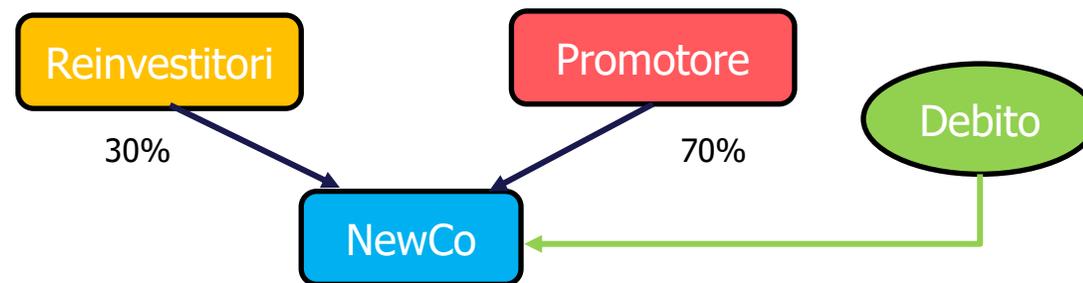
- La seconda fase prevede la **costituzione**, da parte del soggetto promotore del *MLBO*, di una società veicolo «vuota» e **priva di struttura operativa**, con **capitale sociale modesto**.
- La scelta tra S.p.A. o S.r.l. può avere conseguenze importanti (per esempio, fiscalità sui pegni).
- **L'oggetto sociale di NewCo deve corrispondere all'oggetto sociale di Target**, onde evitare una violazione dell'art. 2361 c.c. – norma che mira ad evitare che la società, mediante l'assunzione di partecipazioni in altre imprese, modifichi il proprio oggetto sociale senza formale delibera assembleare e senza riconoscere il diritto di recesso – e facilitare la successiva fusione, dal momento che la incorporante non dovrà modificare lo statuto per includere «nuove» attività concesse dallo statuto della incorporanda. Inoltre, si dovrà **prevedere espressamente che le attività di NewCo possano essere svolte attraverso partecipazioni in altre società**.
- E' prassi abbastanza comune proporre ai soci persone fisiche coinvolti nella conduzione del business di reinvestire parte dei proventi nella NewCo che effettuerà l'acquisizione.



Le fasi dell'operazione

L'ottenimento del finanziamento

- ✓ Secondo la struttura classica, il **contratto di finanziamento** è sottoscritto pochi giorni dopo la firma del contratto di compravendita e l'erogazione della somma avverrà contestualmente al *closing* dell'operazione da parte di un *pool* di banche.
- ✓ Il finanziamento costituisce un **mutuo «di scopo»**: l'uso delle somme è vincolato all'acquisizione della Target. Possibilità di ottenere linee di finanziamento «ancillari» (linee *revolving*, linee per pagare porzioni di prezzo differito, *earn-out*).
- ✓ Le possibili strutture sono diverse: **unico finanziamento a medio-lungo termine (5/8 anni) vs finanziamento a breve termine (c.d. *bridge loan*) e rimborso del medesimo tramite ulteriore finanziamento erogato post fusione (c.d. *senior loan*)**.
- ✓ Il termine «finanziamento» indica, però, **qualsiasi forma di finanziamento**: ai fini dell'operazione, sono equivalenti i finanziamenti bancari (come da prassi), le aperture di credito, i fidi, ma anche le somme erogate tramite finanziamento soci (ma non i versamenti in conto capitale), ovvero una struttura che preveda un «mix» di questi strumenti.



Le fasi dell'operazione

L'acquisizione della partecipazione nella Target

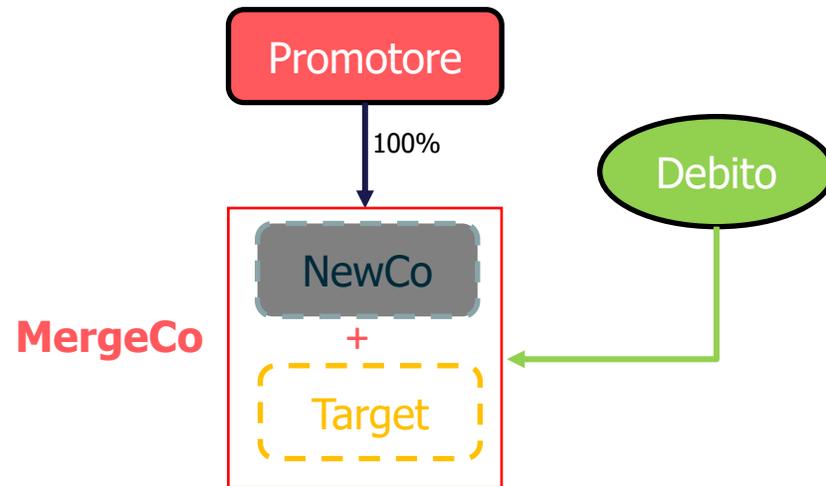
- Redazione del **Share Purchase Agreement** e relativa sottoscrizione (c.d. **signing**) da parte dell'acquirente, NewCo (ove già costituita) e del venditore.
- Redazione di eventuali **patti parasociali** che disciplinano i rapporti tra i soci, la *governance* di NewCo/Target. Riconoscimento a favore del socio di minoranza di diritti veti in assemblea e CdA su talune limitate materie strategiche (*e.g.*, operazioni straordinarie, modifiche al *business plan*) - solitamente sono sottoscritti al *closing*.
- Con le somme derivanti dal contratto di finanziamento, **NewCo perfeziona l'acquisto delle partecipazioni di Target** e provvede al pagamento del prezzo (c.d. **closing** dell'operazione). I venditori possono talvolta reinvestire parte dei proventi della vendita in NewCo.
- Le partecipazioni acquistate vengono a far parte delle attività di **NewCo** la quale si ritroverà ad avere, **a livello contabile, il valore delle partecipazioni in Target (nell'attivo di SP) e il debito concesso per l'acquisizione della stessa (nel passivo di SP)**.
- Contestualmente all'acquisizione delle azioni di Target viene costituito un **pegno sulle azioni/quote di Target** a favore degli enti finanziatori a garanzia del rimborso del finanziamento.



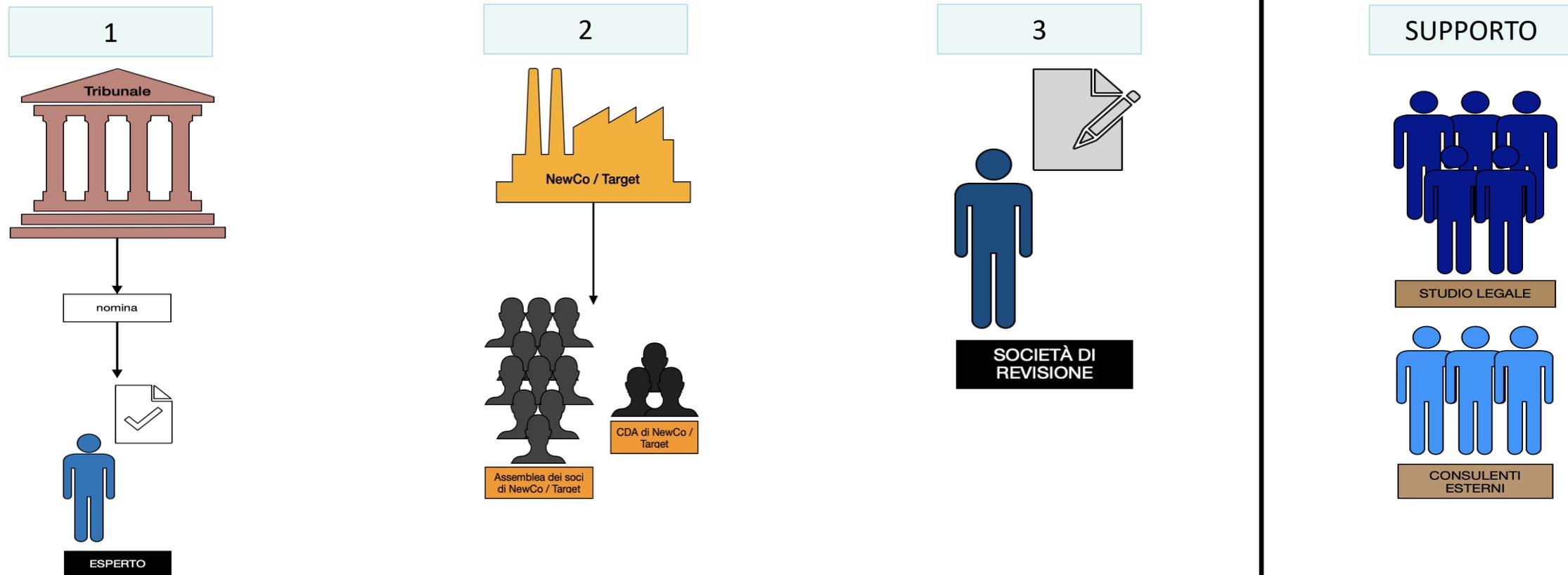
Le fasi dell'operazione

La fusione di NewCo e Target (diretta o inversa)

- Nella fattispecie più comune si procede ad una **fusione c.d. inversa** ovvero di NewCo in Target (vs. diretta, di Target in NewCo) (la scelta di procedere con l'una o l'altra soluzione dipende da valutazioni fiscali ed opportunistiche (e.g., evitare di dover modificare il soggetto che è titolare delle licenze, autorizzazioni, proprietà intellettuale).
- A fusione perfezionata, la nuova entità giuridica che si verrà a creare («**MergeCo**») avrà, a livello contabile, il prestito nel passivo di SP e i cespiti che componevano il patrimonio di Target all'attivo di SP, con funzione di ulteriore garanzia verso le banche.
- **MergeCo diviene responsabile verso i soggetti finanziatori.**



I soggetti coinvolti



L'iter giuridico-contabile di un *MLBO*



1

- **Deposito dell'istanza di nomina dell'esperto comune presso il Tribunale del luogo in cui ha sede la società incorporante** (Sez. specializzata in materia di impresa). L'istanza viene presentata congiuntamente da entrambe le società partecipanti alla fusione (**art. 2501-*sexies*, co. 4, c.c.**).
- L'esperto predisporrà **la relazione che attesti la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione**, con specifico riferimento alle **risorse che serviranno a ripagare i debiti** (**art. 2501-*sexies*, co. 3, c.c.**).

2

- **Predisposizione delle bozze di documentazione propedeutica alla fusione** («Documentazione di Fusione»):
 - **progetto di fusione**, redatto in conformità all'**art. 2501-*ter*, co. 1-3, c.c.**, indicante le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni in capo alla società risultante dalla fusione (**art. 2501-*bis*, co. 2, c.c.**);
 - **relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti** (**art. 2501-*bis*, co. 5, c.c.**) (allegata al progetto di fusione). La prescrizione, che non è rinunciabile nemmeno con consenso unanime dei soci, mira ad «offrire ai soci di minoranza della società target e ai terzi (in particolare ai creditori di quest'ultima) un'informazione più ampia e accurata dei dati previsionali dell'operazione. Il profilo professionale dei revisori legali e la natura dell'attività da essi svolta, nonché l'inutilità di duplicare la relazione degli esperti [...] hanno indotto ad individuare il contenuto della relazione [...] nella verifica dei dati contabili posti alla base dell'operazione e, in particolare, del piano economico finanziario contenuto nella relazione degli amministratori» (Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 118 del 5 aprile 2011);
 - **relazioni degli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione**, redatte in conformità dell'**art. 2501-*quinquies* c.c.**, inclusive (i) delle ragioni che giustificano l'operazione, (ii) di un **piano economico e finanziario** con l'indicazione della fonte delle risorse finanziarie e (iii) della descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere (**art. 2501-*bis*, co. 3, c.c.**).

3

- Si stimano circa **3/4 settimane** perché il Tribunale competente nomini l'esperto. Formalizzazione dell'**incarico** e attestazione dell'**indipendenza** dell'esperto.

L'iter giuridico-contabile di un *MLBO*



4

➤ **Predisposizione delle situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione**, riferite ad una data non anteriore di oltre 120 giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società (ovvero pubblicato sul proprio sito *internet*, su cui si veda *infra*). La situazione patrimoniale può essere sostituita, nel rispetto di quanto previsto dall'**art. 2501-*quater*, co. 2, c.c.**, dal bilancio dell'ultimo esercizio o dalla relazione finanziaria semestrale. Inoltre, la situazione patrimoniale non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono diritto di voto di ciascuna delle società partecipanti alla fusione (**art. 2501-*quater*, co. 3, c.c.**).

5

➤ **Riunione degli organi amministrativi di entrambe le società partecipanti alla fusione** per deliberare in merito:

- i. all'approvazione della Documentazione di Fusione;
- ii. alla proposta all'assemblea dei soci in merito all'approvazione dell'operazione.

6

➤ L'esperto comune consegna il testo finale della propria relazione. **La relazione dell'esperto non è oggetto di approvazione da parte degli organi sociali delle società partecipanti alla fusione.**

7

➤ **Depositi e pubblicazioni:**

- **deposito del Progetto di Fusione** approvato per l'iscrizione nei competenti Registri delle Imprese;
- **deposito presso la sede sociale delle società partecipanti alla fusione (ovvero pubblicazione sui rispettivi siti *internet*) della Documentazione di Fusione unitamente (i) ai bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione (ove disponibili), (ii) alla relazione dell'esperto e, ove redatte, (iii) alle situazioni patrimoniali/relazione finanziaria semestrale (art. 2501-*septies* c.c.).**

8

➤ **Assemblee straordinarie** delle società partecipanti alla fusione **per l'approvazione della fusione («Delibere di Fusione»).**

L'iter giuridico-contabile di un *MLBO*



- 9 ➤ **Deposito delle Delibere di Fusione e della relativa documentazione accessoria presso i competenti Registri delle Imprese.**
- 10 ➤ **Iscrizione delle predette Delibere di Fusione e della documentazione accessoria (art. 2502-*bis* c.c.) e conseguente inizio del periodo di opposizione da parte di creditori e obbligazionisti delle società partecipanti alla fusione (60 giorni) (artt. 2503-2503-*bis* c.c.).**
- 11 ➤ **Eventuale inoltro ai sindacati e alle rappresentanze sindacali della comunicazione ai sensi dell'art. 47, L. n. 428/1990.**
- 12 ➤ **Termine del periodo di opposizione da parte di creditori e obbligazionisti** delle società partecipanti alla fusione.
➤ **Eventuale rilascio di un «certificato di non opposizione»** da parte di creditori e obbligazionisti delle società partecipanti alla fusione da parte dei Tribunali competenti di entrambe le società (sostituibile, per celerità, con una dichiarazione degli amministratori in sede di stipula dell'atto di fusione).
- 13 ➤ **Stipula dell'atto notarile di fusione** e conseguente **deposito** a cura del notaio (**art. 2504 c.c.**), e successiva **iscrizione** presso i competenti Registri delle Imprese.

DA QUANDO È EFFICACE LA FUSIONE



La fusione è efficace ai fini **civilistici** dal momento in cui è stata eseguita l'ultima delle iscrizioni di cui all'art. 2504 c.c. ovvero dalla data successiva eventualmente risultante dall'atto di fusione (art. 2504-*bis*, co. 2, c.c.).

Ai fini **contabili** e **fiscali** può essere stabilita una data anteriore di efficacia della fusione (solitamente coincidente con il primo giorno dell'anno in cui ha efficacia la fusione).

Un case study: il nuovo orientamento del Tribunale di Roma



In un caso di competenza della sezione specializzata in materia di impresa del Tribunale di Roma, a seguito della presentazione dell'istanza di nomina, **prima di provvedere alla nomina dell'esperto ex art. 2501-*sexies* c.c.**, i giudici, sulla base di un **nuovo orientamento adottato a partire dai primi mesi del 2022**, hanno richiesto espressamente alle parti di **depositare il progetto di fusione, la relazione degli amministratori (unitamente a tutti gli allegati) oltre che la relazione dei revisori ex art. 2501-*bis*, co. 5, c.c.**, come approvati dagli organi amministrativi.

Pro

- Garanzia di **maggiore indipendenza** dell'esperto che esprime il proprio giudizio in relazione alla Documentazione di Fusione una volta che è già preparata ed approvata.

Contro

- Non **essendo possibile far procedere parallelamente i lavori di redazione della Documentazione di Fusione e il lavoro dell'esperto** – come è prassi in altri fori – si determina un **complessivo allungamento delle tempistiche**;
- Rischio di dover **modificare ex post il progetto di fusione e la relazione degli amministratori (già approvati)**, ove l'esperto abbia dei rilievi;
- **Maggior incertezza procedurale.**

Un *case study*: la gestione dell'esperto «non esperto»



➤ In generale, il principale rischio è che l'**esperto nominato non abbia familiarità con operazioni di questo genere** (è facoltà delle parti istanti esprimere una preferenza affinché venga designata una delle *Big 4*). Avendo il Tribunale di Roma nominato un esperto «non esperto» ed avendo quest'ultimo accettato l'incarico, sono emerse tre principali criticità:

- 1) **mancanza di risorse e mezzi sufficienti** ➡ **ricerca di collaboratori esterni** che lo coadiuvassero nel processo di stesura della relazione ➡ problematiche anche in termini di **confidenzialità e riservatezza** (*i.e.*, firma di appositi *NDAs*);
- 2) **ulteriore allungamento delle tempistiche**: è servito circa un mese per la stesura della relazione a quattro mani con i collaboratori esterni;
- 3) **quantificazione fuori mercato delle fees**: in un primo momento, l'esperto quantificava il suo lavoro in Euro 1.000.000, calcolato applicando i tariffari di cui al D.M. 140/2012 e utilizzando come base di calcolo i flussi di cassa attesi di Target.

Tuttavia, il *quote* deve essere a **valore di mercato** tenendo conto di alcuni fattori tra cui:

- l'**indebitamento della società**;
- la **struttura societaria**;
- il **grado di conoscenza di Target**;
- gli **strumenti di budget e di pianificazione a disposizione dell'esperto**.

Ad ogni modo, anche qualora si desideri applicare il tariffario di cui al D.M. 140/2012, il parametro di riferimento è di prassi l'indebitamento (e non i flussi di cassa). Riguardo all'ammontare delle *fee*, la prassi tende a quantificarle tra **Euro 80.000 e Euro 150.000**.



In caso di quantificazione basata sui predetti tariffari, le parti in gioco **non hanno alcuna tutela se non agire *ex post* nei confronti dell'esperto, a relazione consegnata, per il risarcimento del danno patrimoniale subito.**

Grazie

Legance
AVVOCATI ASSOCIATI

Milano

Via Broletto, 20
20121
T 0039 02 89 63 071
F 0039 02 896 307 810

Roma

Via di San Nicola da Tolentino, 67
00187
T 0039 06 93 18 271
F 0039 06 931 827 403

Londra

10-15 Queen Street
EC4N 1TX
T 0044 (0)20 7074 2211
F 0044 (0)20 7074 2233

Legance - Avvocati Associati ed i suoi soci non sono sottoposti alla regolamentazione della Solicitors Regulation Authority ("SRA") ed il piano assicurativo obbligatorio previsto dalla SRA non è loro applicabile (sono viceversa coperti da un apposito piano assicurativo italiano). Una lista dei soci di Legance - Avvocati Associati è consultabile presso l'ufficio di Londra in Aldermay House 10-15 Queen Street - EC4N1TX, oppure all'indirizzo legance.it.

ODCECm@ster®



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI
M I L A N O

