

**ISSN 1127-8579**

**Pubblicato dal 06/02/2014**

**All'indirizzo <http://www.diritto.it/docs/35923-l-mlbo-nell-ordinamento-italiano>**

**Autore: Andrea Vianelli**

## **L'MLBO nell'ordinamento italiano**

# L'MLBO nell'ordinamento italiano

*Prospettive applicative e regime della responsabilità gestoria negli U.S.A.*

*Andrea Vianelli*

*Università degli Studi di Padova*

*andrea.vianelli@campocchia.it*

## Indice

- Abstract
- Normativa di riferimento
- Natura dell'istituto
- Prospettive applicative
- *Key case: the US perspective*
- Conclusioni
- Bibliografia
- Case Law

**Disposto normativo:****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.*

*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. <sup>(1)</sup>*

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

**Abstract**

L'articolo in oggetto si prefigge l'obiettivo di illustrare le peculiarità dell'istituto di origine anglosassone noto come *merger leveraged buy-out*, fornendone una panoramica circa le applicazioni pratiche dell'istituto e le ragioni economiche a fondamento.

Non saranno dettagliatamente trattati gli obblighi procedurali di cui al comma secondo e successivi per ragioni di economia espositiva ed, ancor più, in quanto già oggetto di più esaustiva dottrina.

L'articolo si conclude fornendo una panoramica comparativa attraverso un *case law* focus statunitense in tema di *duty of care* degli amministratori nei confronti della società in operazioni di MLBO, disquisendo circa l'applicabilità o meno della *business judgment rule* in casi affini, con un richiamo alla normativa italiana.

*Normativa di riferimento*

L'istituto del *merger leveraged buy-out*, mutuato dalla *business practice* statunitense, (d'ora in avanti, come di consueto nella pratica, denominato "MLBO") viene introdotto nell'ordinamento italiano nel 2003, nel contesto della riforma societaria avvenuta ad opera del D. Lgs. 17.01.2003, n° 6, come da ultimo modificata dal D. Lgs. 27.01.2010, n° 39.

Il legislatore delegato integra le disposizioni previste dalla legge-delega n° 366/2001, art. 7, comma 1°, lett. d), la quale, in ottica di semplificazione del procedimento di fusione demandava quanto segue "... (di, NDR) 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". Nella novella in oggetto sono state però indicate ulteriori condizioni a cui dette fusioni devono sottostare, creando una procedimentalizzazione dell'istituto pena la sua illegittima applicazione (art. 2501-bis), suscitando in dottrina perplessità circa l'appesantimento dell'istituto in oggetto, smorzando invece quella semplificazione che doveva costituire la stella polare del legislatore nella summenzionata novella (si veda CLEMENTI, LUSCHI E TRON, *Le operazioni di leveraged buy-out. Aspetti legali, tributari e finanziari*, IPSOA.).

### *Natura dell'istituto*

L' MLBO può essere definito come una pratica assimilabile al c.d. *leveraged buy-out* (LBO) prevedendo, a valle dell'operazione di finanziamento, la fusione per incorporazione *ex art. 2501 (merger)*, tra il *raider* - ossia il soggetto economico interessato ad effettuare l'operazione di *buy-out* - e la *target*, la società "bersaglio" nei confronti della quale è posta in essere l'operazione di acquisizione e i cui *asset* costituiranno la garanzia al finanziamento (spesso concesso da istituzioni finanziarie quali fondi di *private equity*) finalizzato richiesto.

Nella pratica operativa l'operazione si costituisce seguendo un *iter* del seguente tenore: onde poter conseguire una previsione *short-mid term* in relazione ai flussi di cassa previsti in capo alla *target*, l'*advisor* viene incaricato dalla *raider* per la redazione della *due diligence*, variando, in virtù della tipo di MLBO concretamente in cantiere (*infra*), i dati a disposizione della *raider*.

Alla *due diligence* così redatta, segue la costituzione di una *NewCo* (d'ora in avanti, per comodità espositiva, "Alfa") da parte del *raider* (d'ora in avanti "Beta"). Essa ricorrendo all'indebitamento verso, solitamente un *pool*, enti creditizi (c.d. *cash merger*), accende un finanziamento, ponendo a garanzia dell'importo ottenuto il *cash flow* che verrà generato

dalla *target* (d'ora in avanti "**Gamma**") o un quota dei proventi conseguenti alla dismissione degli *asset* di Gamma, il cui patrimonio confluirà in Alfa a seguito della fusione per incorporazione. È proprio in virtù di questa successiva fusione che l'operazione si distingue dalla meno strutturata LBO: in virtù della confusione di patrimoni tra Alfa e Gamma, il finanziatore potrà avvalersi del patrimonio così risultante come garanzia del rimborso del prestito acceso.

Ricapitolando dunque, sotto un profilo economico, Beta ha contezza del fatto che la società Gamma, alla luce degli indicatori evidenziati dalla *due diligence* di cui sopra, è connotata da una profittabilità idonea a ingenerare la convinzione di rientrare nell'investimento e di generare utili, versando attualmente però in problemi legati alla *governance* ed al management che verranno sostituiti quanto prima da soggetti di maggior fiducia e competenza.

### *Prospettive applicative*

È proprio in virtù di questa sfiducia nei confronti della gestione attuale che la *raider*, acquisendo il controllo di Gamma, voterà un *turn-over* nel management, nominando *directors* di fiducia e operando le dovute ristrutturazioni, dismettendo *asset* e, solitamente, riducendo l'organico lavorativo.

Sono copiose le perplessità che la dottrina sollevava con riguardo all'MLBO, ritenuta in passato una pratica predatoria, speculativa e lesiva dei diritti dei soci di minoranza della *target*, la quale, in seguito alla fusione, rischiava di veder svenduti i suoi *asset* e fungeva da "salvadanaio" per la restituzione del finanziamento ricevuto dalla *raider*.

Con l'evolversi della dottrina (si veda PESSANI e MESSINA) lo sfavore nei confronti di tale operazione è venuto ad affievolirsi, essendone stati evidenziati i profili di operazione finanziaria ritenuta meritevole di tutela *ex art.* 1322.

Appare inopportuno giudicare con disfavore tale istituto considerando solo le patologie verificabili nelle logiche di tale operazione (svendita degli *asset* della *target*, continuazione di circoscritti rami d'attività, chiusura di stabilimenti e relativi problemi occupazionali ecc...) che si asseriva, a torto a detta dell'autore, devota maggiormente a logiche speculative di natura squisitamente finanziaria piuttosto che a finalità di risanamento.

A motivare il favore di chi scrive nei confronti dell'MLBO, sono la logica economica secondo cui sia il finanziatore sia il *raider* hanno come unico obiettivo quello di riportare a pieno regime la produttività potenziale insita alla incorporata, l'una per rientrare nell'investimento, l'altra per incrementare le garanzie sottostanti al finanziamento erogato

alla *raider*.

Si evidenzia inoltre che gli adempimenti procedurali previsti al comma 2 e ss<sup>1</sup>. dell'art. 2501-*bis* conducono a ritenere adeguatamente tutelati gli *stakeholders* e creditori sociali che, in virtù del disposto dell'art. 2503, possono opporsi all'operazione.

Con riguardo ai rimedi a disposizione dei soggetti di cui sopra, in dottrina si sostiene che, qualora siano coinvolte quotate, si rinvii al regime dell' Opa (essendo spesso oltrepassate le soglie di cui all'art. 106 del T.U.F nel conseguimento del controllo a seguito della acquisizione). Risultano altresì a disposizione dei soci il diritto di recesso *ex art. 2497-quater* (a seguito dell'acquisito controllo dell'acquirente sulla soc. bersaglio), l'impugnazione della delibera di fusione per annullamento (vizi procedurali, mancanza di documenti) o per nullità (per violazione dell'art. 2358, con doveroso riguardo però alla espressa legittimazione dell'operazione in oggetto ad opera dell'art. 7, lett. d) della normativa di cui *supra*) ma principalmente nel risarcimento del danno (a delibera iscritta) di cui all'art. 2504-*quater*, 2° co., in quanto si lamenti che l'operazione sia stata conclusa in assenza di un apprezzabile interesse imprenditoriale della società *target*.

Per quanto attiene all'inottemperanza dei doveri di *disclosure* documentale previsti all'art. 2501-*bis*, una parte della dottrina sostiene che tale violazione implichi l'impugnabilità della delibera e non invece la nullità dell'operazione nella sua interezza (SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, RS, 2004).

In tema di tutela reale, in dottrina si ritiene che essa sia conseguibile mediante un provvedimento giudiziale di sospensione cautelare della delibera di fusione, *ex art. 2378*, 3° co., ovvero di altro provvedimento cautelare volto ad interrompere il procedimento di fusione prima del suo perfezionamento (TRABUCCHI-CIAN, *Commentario breve al Codice Civile*, CEDAM, 2011, X edizione). Tale provvedimento può essere autorizzato in completa mancanza della documentazione richiesta dall'art. 2501-*bis*, o, in carenza di una prospettiva di fattibilità finanziaria dell'operazione, quando l'indebitamento non risulti sostenibile in virtù del piano economico e finanziario, o dalla relazione di ragionevolezza, *rectius*, di non ragionevolezza dell'esperto. Qualora sia il socio a qualificare come inesatte o false le attestazioni di cui sopra, egli dovrà provvedere mediante apposita perizia, la cui difficoltà,

---

<sup>1</sup> Il progetto di fusione di cui all'art. 2501 ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La relazione di cui all'art. 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'art. 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 artt. 2505 e 2505 bis.

in considerazione della riservatezza dei documenti necessari richiesti per costituire valida prova, potrà essere mitigata qualora ci si trovi dinanzi ad una ipotesi di c.d. *management buy in/out* o *corporate buy out*, per la cui più analitica esposizione si rinvia a TUNDO, «*Merger Leverage Buy Out*» e *abuso del diritto: quali strumenti per sindacare l'elusività di un atto complesso e degli interessi passivi?*, in *Riv. Giur trib.*, 2011, VII.

Accesso altrettanto facilitato ai documenti risulterebbe ove sia coinvolta una S.r.l., in quanto ai sensi dell'art. 2476, 2° co., i soci avrebbero accesso diretto alla documentazione (CINCOTTI, *R. Soc.* 11, IV, 634ss.).

### *Case Law: the U.S. perspective*

Volendo fornire, in un'ottica comparatistica, le conseguenze di una negligenza valutativa ad opera degli amministratori in sede di approvazione di un'operazione di MLBO, appare d'interesse dar contezza del caso *Smith v. Van Gorkom*.

Non volendo approfondire in dettaglio i risvolti applicativi del comma 3° dell'articolo in commento (per cui si rinvia a CINCOTTI, *op. cit.*, 634) nella disciplina italiana, il caso summenzionato è da inserirsi nel seguente contesto:

**Marmon Group**, holding controllata da Jay Pritzker pianificava un'operazione di MLBO nei confronti di **TransUnion**, il cui Presidente e CEO Jerome W. Van Gorkom, convenuto nel caso di specie, accettò un prezzo proposto di \$ 55 PPS senza consultazione alcuna con esperti finanziari indipendenti. Egli si limitò al confronto con il CFO della società, con l'unico scopo di determinare un prezzo per azione che avrebbe consentito la conclusione del *deal* piuttosto che ancorare il PPS ad una sua profittabilità e razionalità economica nell'interesse della società. Così operando, Van Gorkom di concerto con il CFO avevano manifestamente tralasciato il loro dovere di perseguire il miglior risultato per la società, non rapportando il *price fixing* al valore intrinseco della compagnia. La Corte<sup>2</sup>, nel suo giudizio, esprime chiaramente la totale assenza di elementi oggettivi a fondamento della valutazione effettuata dai convenuti. Il *board*, non avendo potuto conoscere in i criteri adottati dal CEO e CFO, senza una previa discussione delle *dissenting opinions* sollevate dai *directors* contrari, approvò l'operazione.

Nella sentenza, la Corte ha ravvisato una negligenza grave in capo agli amministratori, (in ottica interna, *ex art.* 2392 e nello specifico *ex art.* 2501-*quinquies*, in quanto essi approvarono la fusione senza sostanziali approfondimenti o consulenze di esperti indipendenti. Per i

<sup>2</sup> *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 894 (Del. 1985) (McNeilly, J., dissenting).

motivi brevemente esposti, il consiglio di amministrazione aveva così violato il dovere di diligenza dovuto nei confronti dei soci nell'espletamento del loro incarico. In conseguenza a tale *duty of care violation*, la Corte non riteneva applicabile lo "scudo" derivante dalla c.d. *business judgment rule* (il nostro divieto di sindacato nel merito delle scelte operative) nel caso di specie. Essa consiste in una pratica ideata dalla giurisprudenza statunitense che pone una presunzione di correttezza circa l'azione dei membri del *board* nelle loro azioni, salvo provare una violazione del *duty of care* a loro imputabile.

Ai fini della valutazione della responsabilità del *board*, il livello di perizia richiesto nell'espletamento dell'incarico gestorio è circoscritto alla *diligentia* del "buon padre di famiglia", essendo quindi piuttosto limitato, contrariamente a quanto previsto dal codice italiano che, dopo la novella del 2003, prevede all'art. 2392 una perizia parametrata alla professionalità della carica. Il giudice statunitense, nella qualifica di tale *business judgment rule* stabilisce che la natura della presunzione comporta in favore degli amministratori si sostanzia nel ritenere che "nel prendere una decisione aziendale, gli amministratori di una società hanno agito con cognizione di causa, in buona fede e nella convinzione onesta che l'azione intrapresa è nel migliore interesse della società.". Appare manifesto che nel caso di specie non sussistevano i requisiti fattuali per l'applicazione a tale fattispecie della *business rule*. La sentenza evidenziava allora un obbligo d'informativa in capo agli amministratori (vagamente equiparabile a quello previsto nel nostro c.c.) e di accuratezza nella parametrizzazione dei valori della transazione, affermando che essi, in ossequio alle loro prerogative, hanno come *ratio* preponderante quella di comunicare tutti i fatti correlati alla transazione, soggetta al voto degli azionisti.

### Conclusioni

Alla luce di quanto esposto nelle pagine precedenti, l'MLBO è qualificabile come una operazione straordinaria assimilabile per molti aspetti all'LBO, con l'ulteriore succedersi di una fusione per incorporazione tra *NewCo* e *target*. Essa non costituisce di per sé un'operazione illecita o speculativa, non rientrando nel disposto dell'art. 2358 per espressa esenzione normativa, dovendo semmai operare un'analisi *case by case* per riscontrare eventuali profili di illiceità.

Il legislatore ha previsto però numerosi adempimenti procedurali, tra i quali un obbligo informativo in capo agli amministratori, riscontrabili anche nelle previsioni legislative statunitensi, in cui la *business judgment rule* non opera dinanzi a comportamenti contrari ai doveri connaturati nelle cariche gestorie.

## Bibliografia

- CLEMENTI, LUSCHI, TRON, *Le operazioni di leveraged buy out. Aspetti legali, tributari e finanziari*, Wolters Kluwer Italia, 2006, 59 e ss.
- DI PRETORO, *Operazioni di "Merger Leverage Buy-Out: pro e contro*, *Dir. e Prat. Soc.*, 11, X, 18 e ss.
- Commentario ipertestuale al Codice Civile, *Pluris*.
- TRABUCCHI-CIAN, *Commentario breve al Codice Civile*, CEDAM, X edizione, 2011.
- CINCOTTI, *R. Soc.* 11, IV, 634ss.
- SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, *R. Soc.* 04.
- TUNDO, «*Merger Leverage Buy Out*» e abuso del diritto: quali strumenti per sindacare l'elusività di un atto complesso e degli interessi passivi?, *Riv. Giur trib.* 11, VII.
- CALDERAN, (Altenburger Law Firm), l'Angolo Legale, 09, all'indirizzo web [http://www.altenburger.ch/uploads/tx\\_altenburger/mc\\_2009\\_Business\\_judgment\\_rule.pdf](http://www.altenburger.ch/uploads/tx_altenburger/mc_2009_Business_judgment_rule.pdf)  
2002
- JONATHAN R. MACEY, *Smith v. Van Gorkom: Insights About C.E.O.s, Corporate Law Rules, and the Jurisdictional Competition for Corporate Charter*, *Northwestern University Law Review*, Vol. 96, n. 02.

## Case Law

- *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 894 (Del. 1985) (McNeilly, J., dissenting).