

A13

84

Simona Zambelli

Il *Leveraged Buyout* in Italia: controversie e casi aziendali

*Profili istituzionali e finanziari
prima e dopo la riforma
del diritto societario*



Copyright © MMV
ARACNE editrice S.r.l.

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

via Raffaele Garofalo, 133 A/B
00173 Roma
redazione: (06) 72672222 – telefax 72672233
amministrazione: (06) 93781065

ISBN 88-7999-933-5

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: febbraio 2005

*Not everything that can be counted counts,
and not everything that counts can be counted*

Albert Einstein

Indice

Presentazione	9
Premessa	11
Introduzione: Il dibattito sull'utilizzo del <i>Leveraged Buyout</i> in Italia	15
Capitolo 1: Il <i>Leveraged Buyout</i>: elementi caratterizzanti	19
1. Il <i>Leveraged Buyout</i> : caratteristiche definitorie e tipologie	21
2. Modalità di realizzazione	23
2.1. Fattispecie classica	23
2.2. Varianti	27
3. Il <i>merger Leveraged Buyout</i> : effetti economici della fusione e punti critici	29
4. Effetti economici del <i>Leveraged Buyout</i>	37
4.1. Effetti sulla redditività del capitale proprio	37
4.2. Effetti sul valore dell'impresa	43
5. Lo schema finanziario alla base del LBO: modalità di finanziamento e ruolo degli intermediari finanziari	47
Capitolo 2 Il <i>Leveraged Buyout</i> prima della riforma del diritto societario	55
1. Il dibattito sulla legittimità del <i>Leveraged Buyout</i> prima della riforma del diritto societario	57
2. Le motivazioni legali contro il <i>Leveraged Buyout</i> : la tesi sostanzialistica	59

3. I casi aziendali più controversi	63
3.1. Il caso Farnitalia e l'acquisto di azioni proprie	63
3.1.1. <i>Riflessioni sui profili economici del caso Farnitalia e sull'acquisto di azioni proprie</i>	77
3.2. Il caso Manifattura di Courgnè e il divieto di assistenza finanziaria	81
3.2.1. <i>Riflessioni finanziarie sulla compatibilità delle operazioni di merger LBO con il divieto di financial assistance</i>	88
3.3. Il caso Trenno e la frode alla legge	91
3.4. Il caso F.lli Marzoli: ulteriori accuse contro il <i>Leveraged Buyout</i>	97
3.5. Il caso D'Andria: un presunto caso di <i>Leveraged Buyout</i> giudicato dalla Cassazione	103
3.5.1. <i>Riflessioni economico-finanziarie sul caso D'Andria: critica alla decisione della Corte di Cassazione</i>	108
4. Conclusioni	111
Appendici	121
<i>Appendice 1: Acquisto di azioni proprie: un approfondimento</i>	122
<i>Appendice 2: Sentenza della Corte di Cassazione 5503/2000</i>	128
Capitolo 3 Il <i>Leveraged Buyout</i> dopo la riforma del diritto societario	135
1. La legittimità del <i>Leveraged Buyout</i> dopo la riforma del diritto societario	137
2. Conseguenze penali	141
3. Conseguenze fallimentari	148
4. Conclusioni	149
Bibliografia	151

Presentazione

Di fronte ad un nuovo lavoro di ricerca fondato su paradigmi “trasversali” è comune al mondo accademico voler identificare le radici epistemologiche primarie alle quali ricondurre contributo stesso. E’ quasi una fonte di sicurezza, che crediamo ci possa consentire di comprendere, di valutare ed eventualmente di criticare al meglio il lavoro proposto da un collega.

Vorrei sfuggire a ciò, identificando proprio nella vocazione multidisciplinare il tratto più caratteristico di questo lavoro. Dedicandosi ad un tema complesso, qual è quello di un’operazione di finanza straordinaria, che presuppone il suo inserimento in un corretto contesto giuridico, l’identificazione dei soggetti attivi e passivi coinvolti nel suo compimento, la qualificazione delle relazioni economico-finanziarie che ne legittimano la realizzazione e dalla stessa poi promanano, è necessario mostrare capacità e competenze nell’alternare paradigmi interpretativi diversi.

Il lavoro di ricerca che ho il piacere di introdurre mi pare colga nel segno.

Partendo da una solida indagine economica dei profili giuridici dell’operazione di *Leveraged Buyout*, l’autore esamina poi le implicazioni in materia di finanza di mercato e d’azienda, valutando l’efficacia dell’operazione nel consentire la massimizzazione del valore d’azienda ed il trasferimento del controllo.

In sintesi, il contributo, che ha il merito di gettare una chiara luce sulla valenza economico-finanziaria del *Leveraged Buyout*, non trascurandone i riflessi giuridici, consente di comprendere le controindicazioni economiche di sentenze giuridiche talvolta poco approfondite, di valutare le basi aziendali su cui fondano le diverse soluzioni tecniche disponibili, nonché di comprendere l’efficacia delle recenti innovazioni normative. Quest’ultimo aspetto è estremamente attuale. E’ opportuno, infatti, verificare se il nuovo inquadramento giuridico che il legislatore ha dato a questa operazione consente di conciliarne la valenza operativa con la compatibilità giuridica, non soffocando uno strumento che ha spesso offerto importanti soluzioni in

casi di aziende altrimenti destinate all'estinzione o profondamente penalizzate da un rapporto di leva finanziaria inadatto per il loro settore.

Quindi, nel compiacermi per questo nuovo contributo giunto alle stampe, l'augurio che vi sia sempre nell'autrice passione e "buon tempo" per la semina di nuovi frutti.

Roberto Tasca

Premessa

Nell'ultimo decennio si è sviluppato un intenso dibattito sulla legalità delle operazioni di *Leveraged Buyout* (LBO). Tale dibattito si è inasprito nel febbraio 2000, quando la Quinta Sezione Penale della Corte di Cassazione ha dichiarato che lo schema di finanziamento alla base delle operazioni di *Leveraged Buyout*, nato negli Stati Uniti negli anni '70, non è importabile in Italia (sentenza 5503/2000).

Dato il progressivo aumento che le operazioni di LBO hanno recentemente evidenziato nel mercato italiano, un primo obiettivo del presente lavoro è quello di analizzare le problematiche associate alle operazioni in esame, effettuando una riflessione critica sul tessuto normativo in cui esse si innestano. Un secondo obiettivo è quello di evidenziare le conseguenze civilistiche, penali e fallimentari collegate all'utilizzo della tecnica del *Leveraged Buyout* in Italia, anche in luce della riforma del diritto societario recentemente introdotta (d. lgs. 6/2003).

Ciò premesso, il presente lavoro risulta strutturato in tre parti.

Nelle prime due parti si evidenziano i punti critici della tecnica di *Leveraged Buyout*, nonché i motivi che hanno dato origine al dibattito sulla sua legittimità in Italia. Attraverso l'analisi dei casi aziendali che hanno sollevato i maggiori problemi di incompatibilità con il nostro ordinamento giuridico, si mettono in luce le motivazioni che hanno portato una parte della dottrina e della giurisprudenza ad esprimersi contro la liceità delle operazioni di LBO. Nell'ambito di tale analisi, vengono anche commentati, da un punto di vista economico-finanziario, i principali risultati delle sentenze che hanno riguardato più o meno direttamente operazioni di *Leveraged Buyout* in Italia. Si precisa che tali sentenze non sono analizzate in ordine cronologico, bensì per tipologia di problematiche da esse affrontate in relazione alle operazioni di LBO: acquisto di azioni proprie, prestazione di assistenza finanziaria per

l'acquisto di azioni proprie (*financial assistance*), frode alla legge, conflitto di interessi, fallimento delle imprese acquistate.

Nella terza parte si evidenziano le principali novità introdotte dalla recente riforma del diritto societario, che sembra avere portato ad una parziale risoluzione del dibattito sulla legittimità del *Leveraged Buyout* in Italia.¹

Il contributo più evidente di questo lavoro, che sintetizza un complesso paradigma di *Law & Finance*, è rappresentato dalla capacità di evidenziare alcuni nessi tra ambiti della teoria finanziaria e teoria giuridica apparentemente lontani, offrendo una nuova prospettiva interpretativa alle problematiche inerenti l'utilizzo dello strumento del LBO in Italia. Attraverso una puntuale analisi dei casi aziendali più controversi, nonché delle problematiche economiche, giuridiche, finanziarie e operative associate alle operazioni di *Leveraged Buyout* in Italia, si vuole rendere il più possibile intelligibile il linguaggio dei giuristi agli economisti aziendali, cercando nel contempo di evidenziare gli aspetti di carattere istituzionale e operativo che possono essere rilevanti per gli operatori economici di settore, nonché per gli intermediari finanziari specializzati. Un simile approccio si rende indispensabile ai fini di una piena comprensione dei vantaggi e delle conseguenze associate al finanziamento attraverso LBO, per non vanificare, in Italia, le possibili applicazioni dello strumento nell'ambito dei processi di creazione del valore.

Si desidera ringraziare il Prof. Roberto Tasca (Università di Bologna) per i preziosi commenti, il supporto offerto, nonché gli utili suggerimenti.

Un sentito ringraziamento ai Proff.: Vincenzo Capizzi (Università di Novara), Rocco Corigliano (Università di Bologna), Douglas Cumming (University of New South Wales Sydney), Josh Lerner (Harvard Business School), Italo Giorgio Minguzzi (Università di Bologna) per i consigli e gli spunti di riflessione forniti nella fase embrionale del presente lavoro.

¹ La riforma del diritto societario è stata avviata con la legge delega 366/2001, che ha dato seguito al d. lgs. 6/2003, in vigore da gennaio del 2004.

Si ringraziano anche: AIFI, la dott. ssa Alessandra Bechi (Responsabile Tax & Legal-AIFI) e il dott. Roberto Del Giudice (Direttore studi e ricerche-AIFI) per i dati forniti e l'estrema disponibilità; la dott.ssa Daria Angelini (Research Centre on Transnational Crime –Trento University); il Prof. Stefano Bonini, Ph.D. (Università Bocconi); il dott. Alan Borsari (Bradford University); il dott. Luca De Leonardis (Università di Bologna); il dott. Enrico Raso (Studio legale Antonelli- Cocuzza) per gli utili suggerimenti.

Un pensiero particolare va infine a tutti gli amici più cari, con i quali ho condiviso i momenti di gioia e di difficoltà di questi ultimi anni: Daniela per il suo impagabile affetto; Carlo per la sua fiducia; Alessandro, Andrea, Fede, Luca, Nadia, Sol e Tony per il loro prezioso supporto. Un grazie speciale va ai miei genitori, a Giampaolo, a Gino, a Franco e a Rosanna per il loro aiuto.

Simona Zambelli

Introduzione

Il dibattito sull'utilizzo del *Leveraged Buyout* in Italia

Il *Leveraged Buyout* rappresenta una particolare tecnica finanziaria variamente articolata che è preordinata all'acquisizione di una determinata società, attraverso il ricorso prevalente al capitale di debito. Economicamente, il fine ultimo di chi promuove un'operazione di LBO è massimizzare il valore dell'impresa *target*, facendo leva sulla sua capacità di indebitamento in modo da sfruttare l'effetto positivo che, in alcune circostanze, l'indebitamento può generare sulla redditività del capitale proprio (ROE) e sul valore dell'impresa.¹

La tecnica finanziaria del *Leveraged Buyout* trova le sue origini negli Stati Uniti durante gli anni '60. Dopo i primi successi americani, il *Leveraged Buyout* si è sviluppato gradualmente anche nei paesi della Comunità Europea, partendo dalla Gran Bretagna.² Nell'ultimo decennio le operazioni di LBO si sono diffuse progressivamente anche in Italia, quali strumenti fondamentali per concretizzare operazioni di *private equity* e *merchant banking*.³ Le operazioni di buyout realizzate in Italia dal 1990 al

¹ Per approfondimenti sulla leva finanziaria e sull'effetto dell'indebitamento sul ROE, si rinvia invece a: Ferrero, Dezzani, Pisoni e Puddu (2003); Pavarini (2002). Si rinvia anche a: Masini (1995); Tagliavini (2001); Mazzocco (1995); Silvi (1992). Per approfondimenti sulla finalità economica delle imprese che utilizzano la tecnica del *Leveraged Buyout*, si rinvia a: Capizzi (2004); AIFI, Insead, Università Cattaneo Castellanza (2001).

² Il grado di sviluppo del *Leveraged Buyout* nei paesi della Comunità Europea è tuttavia diverso a seconda delle peculiarità caratterizzanti i diversi sistemi giuridici, fiscali ed economici.

³ La rilevanza delle operazioni di *Leveraged Buyout* all'interno dell'attività di *private equity* è evidenziata da: Gompers, Lerner (2004); Capizzi (2004); AIFI (2001). Per approfondimenti sull'attività di *private equity & venture capital*, nonché sul problema del finanziamento delle imprese innovative si rinvia a: Gompers, Lerner (2004); Caselli, Gatti (2004); Bonini, Zullo (2003); Capizzi (2003 a, b, c); Forestieri (2003); Del Giudice (2002); Zambelli (2002, 2001 a, b); Corigliano

2000 hanno evidenziato un forte incremento sia in termini di numero di imprese interessate che in termini di volumi medi (*Average Value*) corrispondenti.⁴ Per esempio, in termini di numero si è passati da 19 nel 1990, a 53 nel 2000 (tabella 1).⁵

Tabella 1

Trend storico delle operazioni di Leveraged Buyout in Italia (1988-2000)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
N.	20	38	19	44	35	17	30	12	24	27	38	65	53
Average Value (€ million)	1.29	0.41	1.29	2.27	2.17	3.82	3.31	2.94	6.51	7.23	6.35	13.53	25.72

Fonte: AIFI Yearbook (anni vari), EVCA Yearbook (anni vari)

Se, da un lato, le operazioni di LBO hanno destato nell'ultimo decennio un interesse crescente tra gli operatori economici italiani, dall'altro lato, l'assenza di una disciplina giuridica atta a regolamentare le operazioni in parola ha favorito l'intensificarsi di un acceso dibattito sulla loro legalità, motivato principalmente dal fatto che con la tecnica del *Leveraged Buyout* il costo economico di tutta l'operazione viene spesso traslato sulla società acquisita, con il rischio di arrecare un pregiudizio ai creditori di

(2001); Aifi, Insead, Università Cattaneo Castellanza (2001); Gervasoni, Sattin (2000); Landi (1999); Onado (1999); Forestieri (1998); Di Antonio (1996); Carretta (1987); De Angelis (1986); Munari (1979).

⁴ Per approfondimenti sul mercato dei buyouts in Italia si rinvia a: Capizzi (2004); AIFI (2001), AIFI Yearbook (anni vari). Per approfondimenti statistici si rinvia anche al sito AIFI: www.aifi.it.

⁵ Si rinvia a: Capizzi (2004); Ferrari(2003); Zambelli(2002). Per approfondimenti statistici si veda il sito AIFI: www.aifi.it

quest'ultima.⁶ Tale dibattito si è inasprito nel febbraio 2000, quando la Quinta Sezione Penale della Corte di Cassazione ha esplicitamente dichiarato che lo schema finanziario delle operazioni di *Leveraged Buyout*, nato negli Stati Uniti, non è importabile in Italia perché in contrasto l'ordinamento giuridico italiano (sentenza 5503/2000).⁷

Recentemente, con il d. lgs. 6/2003 (in vigore dal primo gennaio 2004), il problema della liceità delle operazioni di LBO è stato affrontato e in parte risolto. Il Governo è intervenuto con delega del Parlamento (L. 366/2001) chiarendo gli ambiti all'interno dei quali l'istituto del *Leveraged Buyout* possa considerarsi legittimo.⁸

Alla luce dei recenti interventi normativi, le domande a cui intendiamo rispondere con il presente lavoro sono le seguenti.

- Che cosa è cambiato rispetto alla disciplina civile, penale e fallimentare precedente?
- Il dibattito sulla liceità del *Leveraged Buyout* è stato finalmente risolto?
- Qual è l'effetto della nuova disciplina sulle operazioni di LBO che si sono realizzate prima delle modifiche intervenute a livello di diritto societario?

Per rispondere in modo accurato alle suddette domande e verificare la liceità delle operazioni di LBO alla luce delle modifiche intervenute, è importante analizzare il contesto normativo precedente la riforma.

Dopo una breve descrizione dei tratti peculiari che caratterizzano lo strumento finanziario del *Leveraged Buyout*, proseguiremo la nostra analisi dividendola in due parti.

In un primo momento, commenteremo le varie sentenze che hanno riguardato, direttamente o indirettamente, operazioni di LBO in Italia.

⁶ In seguito si analizzeranno in dettaglio le argomentazioni giuridiche a supporto della illiceità delle operazioni di LBO. Per una completa visione giuridica delle motivazioni alla base del dibattito sulla liceità delle operazioni di *Leveraged Buyout* in Italia, si rinvia a: Angelini (2001); Accini (1996); Fava, Fuschino (2003); Picone (2001); Filograna (2000).

⁷ Il testo della sentenza è riportato nell'appendice 2, al termine del capitolo 2.

⁸ Cfr.: art. 7 punto d, L. 366/2001; Iannaccone (2002).

Ricordiamo che tali sentenze non verranno analizzate in ordine cronologico, bensì per tipologia di accuse rivolte alle operazioni di *Leveraged Buyout* via via considerate: acquisto di azioni proprie, prestazione di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie, frode alla legge, conflitto di interessi, indebolimento patrimoniale delle imprese acquistate tramite LBO.

In particolare, attraverso lo studio dei casi aziendali di LBO che sono stati giudicati dai tribunali italiani, valuteremo le diverse motivazioni che hanno portato una parte della dottrina e della giurisprudenza ad esprimersi contro la legalità delle operazioni in parola. Precisiamo sin da ora che la suddetta analisi sarà effettuata alla luce dei principi che caratterizzano la moderna teoria finanziaria e la teoria di creazione del valore dell'impresa, e sarà incentrata sugli aspetti economici inerenti la dinamica delle operazioni di acquisizione via via considerate.⁹

In un secondo momento, evidenzieremo le principali novità introdotte con la riforma del diritto societario, con una particolare attenzione alle conseguenze civilistiche, penali e fallimentari che possono scaturire in seguito alla realizzazione di un'operazione di *Leveraged Buyout*.

⁹ A tal fine, prescindereemo dagli effettivi valori di bilancio delle imprese considerate, per enfatizzare piuttosto la dinamica delle operazioni finanziarie da esse realizzate.