

GIUSTIZIA CIVILE *.COM*

Il leveraged buy out ed il divieto di assistenza finanziaria nelle società di capitali

di **Gianpaolo Fernandez**

Articolo del 11 marzo 2014

Utente: GIANPAOLO FERNANDEZ

giustiziacivile.com - 15.05.2014

© Copyright Giuffrè 2014. Tutti i diritti riservati. P.IVA 00829840156

Con la disciplina della «*fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*» di cui all'[art. 2501-bis c.c.](#) introdotto dalla Riforma societaria del 2003 è tornata alla ribalta una delle questioni del diritto societario maggiormente dibattute negli ultimi decenni. E cioè, se nel nostro ordinamento il *leveraged buy out* (LBO) debba essere considerato lecito o no, alla luce del divieto di assistenza finanziaria, previsto per la s.p.a. dall'[art. 2358 c.c.](#) e per la s.r.l. dall'[art. 2474 c.c.](#)

Il LBO: un fenomeno poliedrico

Con la disciplina della «*fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*» di cui all'[art. 2501-bis c.c.](#) introdotto dalla Riforma societaria del 2003 è tornata alla ribalta una delle questioni del diritto societario maggiormente dibattute negli ultimi decenni. E cioè, se nel nostro ordinamento il *leveraged buy out* (LBO) debba essere considerato lecito o no, alla luce del divieto di assistenza finanziaria, previsto per la s.p.a. dall'[art. 2358 c.c.](#) e per la s.r.l. dall'[art. 2474 c.c.](#)

È, anzitutto, necessario precisare che l'espressione “*leveraged buy out*” non identifica in maniera univoca una fattispecie suscettibile di qualificazione giuridica. Si tratta, piuttosto, di una locuzione utilizzata nel mondo della finanza per riferirsi ad una molteplicità di operazioni finanziarie, fra di esse alternative, che consentono ad una società – solitamente all'uopo costituita (*new company* o semplicemente *newco*) – l'acquisizione (*buyout*) di una partecipazione totalitaria o di controllo di una società (società-bersaglio o società *target*) ovvero dell'azienda (o di un ramo d'azienda) della società *target* attraverso il ricorso all'indebitamento (*leverage*, cioè leva finanziaria).

Come detto, il concetto di “*leveraged buy out*” non descrive uno strumento giuridico, ma il risultato economico perseguito, ossia l'acquisizione finanziata in minima parte con capitale di rischio dell'acquirente e con un importante ricorso a finanziamenti erogati da soggetti terzi (solitamente istituzioni finanziarie, investitori istituzionali o investitori privati) che fanno affidamento sulla capacità di indebitamento della società *target* e non del debitore originario. Infatti, il debito contratto per l'acquisizione verrà rimborsato non con i mezzi finanziari del soggetto acquirente, ma utilizzando i flussi di cassa (*cash flows*) della società *target* e/o con la vendita dei cespiti aziendali (o dei cespiti aziendali non strategici) della società-bersaglio.

Un LBO può essere realizzato alternativamente attraverso vari strumenti giuridici. Strumenti tanto diversi fra loro da spingere la dottrina a considerare il LBO una «*bestia proteiforme... [che] si presenta nelle forme più disparate*» [PARDOLESI 1989, 402].

Considerata la descritta poliedricità del fenomeno, appare illogico, oltre che fuorviante, discorrere di liceità o illiceità del LBO in generale. Infatti, ciascuna delle diverse fattispecie attraverso cui si può realizzare un LBO deve essere oggetto di una separata e distinta valutazione per verificare se violi il divieto di assistenza finanziaria o no. Occorrerà, pertanto, accertare se le tecniche di volta in volta usate per l'acquisizione comportano una violazione da parte della società *target* del divieto, di derivazione comunitaria, di accordare prestiti o fornire garanzia per l'acquisto di partecipazioni proprie.

La versione originaria dell'art. 23, dir. 77/91/CEE stabiliva che «*la società non può anticipare fondi, né accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisizione delle sue azioni da parte di un terzo*». Il testo vigente del citato articolo, come modificato, a decorrere dall'1 gennaio 2007 dalla dir. 2006/68/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 settembre 2006, riconosce agli Stati membri la facoltà di consentire alla società di anticipare fondi, accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisizione delle sue partecipazioni, purché sussistano determinate condizioni, fra le quali la preventiva autorizzazione dell'assemblea.

Delle fattispecie utilizzate per effettuare una acquisizione mediante il ricorso all'indebitamento alcune sono unanimemente considerate illecite (ove non soddisfino le rigorose condizioni di cui al predetto aggiornato testo europeo) ed altre pienamente lecite.

Fra le prime rientrano tutte quelle ipotesi in cui la società-bersaglio viola direttamente il citato divieto, fornendo alla *newco* “assistenza finanziaria” per l'acquisto delle proprie partecipazioni.

È, ad esempio, pacifica l'illiceità (ora, deve ribadirsi, salvo rispetto delle rigorose condizioni di legge) dell'operazione ove la società-bersaglio, direttamente o per interposta persona, finanzia la *newco* ovvero assuma o garantisca i debiti da essa contratti verso terzi per procedere all'acquisizione [FRÈ-SBISÀ 1997, 442; PARTESOTTI 1991, 487; CARBONETTI 1988, 181].

Neanche alcun dubbio è dato nutrire in merito alla illiceità dell'operazione nel caso in cui, a fronte del trasferimento della partecipazione nella società-bersaglio, sia previsto un pagamento dilazionato del corrispettivo (*deferred purchase price*, “DPP”) [FRÈ-SBISÀ 1997, 442].

Per contro, sono pacificamente considerate lecite, in quanto non contrastanti in alcun modo con il divieto di assistenza finanziaria:

a) l'acquisizione dell'intero complesso aziendale (o di un singolo ramo d'azienda) di una data società, da parte di

una *newco* che si sia indebitata per procedere all'acquisto e che, perfezionato l'acquisto, ripaghi il debito contratto mediante la vendita di tutti (o alcuni) i beni aziendali acquisiti o garantisca il finanziamento mediante garanzie reali su detti beni [PICONE 2000, 714 e 721];

b) l'acquisizione di partecipazioni della società *target* nel caso in cui il debito contratto per l'acquisto sia ripagato non già con il diretto utilizzo del patrimonio della società *target*, bensì utilizzando semplicemente i dividendi percepiti dalla gestione della *target* [PICONE 2000, 714];

c) l'acquisizione effettuata da una società operativa non mediante un finanziamento *ad hoc*, bensì mediante i propri finanziamenti correnti [MONTALENTI1991, 130];

d) l'acquisizione di partecipazioni della *target*, ove sia previsto che la fusione fra la *newco* e la *target* intervenga non “subito dopo” l'acquisizione, ma in un momento temporale significativamente posteriore alla stessa [MONTALENTI1991, 130; SPOLIDORO 2000, 85].

Al di là delle predette fattispecie che secondo taluno dovrebbero addirittura essere escluse dal novero delle operazioni di LBO – ve ne sono altre, più sofisticate, che richiedono più approfondite riflessioni per valutarne la compatibilità con il divieto di assistenza finanziaria.

Ci si riferisce, in particolare, al c.d. *merger leveraged buy out* (MLBO) che, peraltro, è la tecnica di LBO maggiormente utilizzata nella prassi operativa italiana (come dimostrano le numerose pronunzie giurisprudenziali in materia, cfr. Trib. Milano, 14 maggio 1992, in *Foro it.*, 1992, I, 2829; Trib. Milano, 18 settembre 1992, in *Giur. comm.*, 1993, II, 84; Trib. Brescia, 1 giugno 1993, in *Riv. soc.*, 1996, 563; Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Società*, 2000, 75; [Cass. pen., 4 febbraio 2000, n. 5503](#), in *Società*, 2000, 711).

Il MLBO, nella sua “versione base” e schematizzando, consiste nella costituzione, da parte dei soggetti che intendono procedere all'acquisto, di una nuova società (la *newco*) che ottiene da un soggetto terzo il finanziamento necessario; una volta acquistate tutte le (o un pacchetto di maggioranza delle) azioni della società *target*, si procede alla fusione della *newco* con la società *target*.

Numerose sono le varianti che può presentare un LBO.

Il MLBO può essere realizzato o con l'incorporazione della *target* nella *newco* (*forward* o *direct* LBO) o, viceversa, con l'incorporazione della *newco* nella *target* (fusione inversa o *reverse* LBO).

Un'ipotesi particolare di LBO è il *management buy out* (MBO) nella quale sono gli stessi *manager* della società *target* a costituire la *newco* per acquisire il controllo della società che gestiscono [cfr. FRÈ-SBISÀ 1997, 447; PARTESOTTI 1991, 490-491; CARBONETTI 1988, 189].

Altre ipotesi di LBO sono:

a) il *fiscal buy out*, in cui l'operazione è realizzata unicamente per conseguire vantaggi fiscali;

b) il *family buy out*, in cui l'operazione è effettuata da alcuni dei membri della famiglia che detiene la maggioranza per acquistare le quote dei propri familiari;

c) l'*employee buy out*, in cui l'acquisizione è effettuata da alcuni dipendenti.

Il MLBO prima della Riforma del 2003: la tesi “sostanzialistica” e la tesi “formalistica”.

Come noto, prima della Riforma era assai vivo, in dottrina ed in giurisprudenza, il dibattito in merito alla liceità del MLBO. Era, infatti, discusso se l'operazione costituisse o no una violazione del divieto di assistenza finanziaria.

Non è questa la sede per riprendere detto dibattito, né tantomeno per analizzare le varie ragioni poste pro e contro la tesi dell'illiceità del MLBO. Qui può solo ricordarsi che la dottrina era concorde su un dato minimo: che il MLBO non costituisce una violazione diretta del divieto di assistenza finanziaria [PICONE2000,718; MONTALENTI 1991, 57; FRÈ-SBISÀ 1997, 442]. E ciò in quanto appare difficilmente revocabile in dubbio che la società *target* non conceda prestiti o garanzie per l'acquisto delle proprie partecipazioni. Il contrasto riguardava, invece, una diversa questione. E cioè se il MLBO rappresentasse o no una violazione sostanziale del predetto divieto.

Nel senso dell'illiceità del MLBO, per violazione indiretta del divieto di “*financial assistance*”, si erano schierati i sostenitori della c.d. tesi “sostanzialistica”. Secondo tale orientamento il MLBO è in sostanza un «*negozio complesso in frode alla legge*» [PICONE2000, 718] costituito da un insieme di atti giuridici che, se considerati singolarmente sono pienamente leciti, ma che valutati unitariamente sono illegittimi, per violazione indiretta del divieto di assistenza finanziaria, se ed in quanto siano esclusivamente tesi ad aggirare tale divieto.

Ne seguirebbe che, ove fosse dimostrato che la fusione non persegue alcuna valida ragione imprenditoriale (cfr., in giurisprudenza, Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Società*, 2000), occorrerebbe riconoscere l'illegittimità dell'intera operazione, in quanto posta in essere in frode alla legge, al solo scopo di fare gravare sul patrimonio della *target* il debito contratto per la sua acquisizione [cfr. MONTALENTI 1991, 112].

A sostegno della predetta tesi si rilevava che, dal punto di vista economico-sostanziale, a seguito della fusione, il debito contratto dalla *newco* per acquistare la *target* viene a gravare sul patrimonio della stessa *target*. Cosicché, in caso di MLBO, la *target* finisce con il «pagare se stessa» (*rectius*, rimborsare il debito contratto per acquistare le sue partecipazioni) [vedi MONTALENTI 1991, 20; *contra*, per tutti, SCHLESINGER 2003, 748].

In tal senso si argomentava, inoltre, considerando il divieto di assistenza finanziaria un principio di ordine pubblico, come tale inderogabile (così, in giurisprudenza, Cass. civ., 21 gennaio 1970, n. 123, in *CED*; Cass. civ., 4 ottobre 1984, n. 4916, *ivi*). Si rilevava, altresì, che le norme del nostro ordinamento che prevedono il citato divieto sono “norme materiali” tese ad impedire il risultato previsto (l'assistenza finanziaria da parte della società acquisita), a prescindere dalla forma utilizzata per conseguire detto risultato.

Alla “tesi sostanzialistica” si contrapponeva la “tesi formalistica” (sostenuta dalla dottrina maggioritaria) i cui sostenitori, facendo prevalere la forma sulla sostanza, ritenevano che il MLBO non viola, neanche indirettamente, il divieto di assistenza finanziaria. E ciò, in quanto in nessuna fase dell'intero procedimento la società *target* accorda prestiti o fornisce garanzie per l'acquisto delle proprie partecipazioni. Essa, infatti, è del tutto estranea sia al contratto di finanziamento, sia al contratto di acquisizione delle partecipazioni. La *target* nell'intero procedimento in cui si sostanzia il MLBO si limita a partecipare alla fusione con la *newco*. Secondo tale orientamento non può sostenersi che con la fusione la *target* “garantirebbe” il debito contratto dalla *newco* per acquistare le proprie partecipazioni, poiché il patrimonio della *target* sarà di fatto a servizio del rimborso del debito contratto dalla *newco* solo per effetto della fusione e quindi, dopo che le partecipazioni della *target* sono state già annullate con la fusione [PARDOLESI 1989, 407; PICONE2000, 719].

Del resto, si rilevava, la fusione nell'ambito del MLBO non lede gli interessi protetti dal divieto di assistenza finanziaria e non danneggia i creditori della *target* che, anzi, acquistano il diritto di autotutelarsi. Infatti, qualora essi ritengano che il MLBO presenti «rischi eccessivi ed un eccessivo ricorso all'indebitamento» [PREITE 1993, 123], potrebbero bloccare l'intera operazione, opponendosi alla fusione ex art. 2503 c.c. Di qui la conclusione che la fusione «non è strumento di elusione dell'art. 2358 c.c. [...] bensì condizione per il rispetto della tutela degli interessi oggetto dell'art. 2358 c.c. medesimo» [FRÈ-SBISÀ 1997, 445; PREITE 1993, 123].

Il MLBO dopo la Riforma del 2003.

Considerata la diffusione nella prassi italiana delle operazioni di MLBO, la Riforma delle società del 2003 è intervenuta in materia disciplinando espressamente la «fusione a seguito di acquisizione a seguito di indebitamento».

Il nuovo art. 2501 bis c.c. prevede «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», una serie di obblighi di informazione e di trasparenza relativi ai documenti che devono essere predisposti nel corso del procedimento di fusione.

La questione fondamentale, che pone la nuova disciplina della «fusione a seguito di acquisizione a seguito di indebitamento» (in merito alla quale si rinvia per gli opportuni approfondimenti al successivo commento dell'art. 2501-bis c.c.), è se essa abbia o no riconosciuto una volta per tutte la liceità del LBO, risolvendo il precedente dibattito.

In senso positivo si è espressa quella parte della dottrina secondo cui con l'art. 2501-bis c.c. il legislatore, dirimendo i precedenti dubbi in merito alla liceità del MLBO, ha chiarito che la fusione operata nell'ambito di un MLBO, ove sia rispettata la neo-introdotta disciplina procedimentale, non può costituire assistenza finanziaria [PICONE2001, 1402; SCHLESINGER 2003, 706; CARRIÈRE 2003, 1041].

A sostegno della predetta ricostruzione è stato, innanzitutto, addotto che, secondo i principi fissati dalla Corte Costituzionale (cfr. Corte. cost., 5 febbraio 1999, n. 15), per interpretare la normativa delegata occorre, in primo luogo, interpretare le norme della legge di delega che fissano i principi ed i criteri direttivi, in quanto le norme

delegate vanno lette, finché possibile, nel significato compatibile con la legge di delega.

Ebbene, ai sensi dell'[art. 7, lett. d, legge 3 ottobre 2001, n. 366](#), nella riforma della disciplina della fusione occorre «prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto» di assistenza finanziaria [PICONE 2001, 1395].

Nello stesso senso sembra esprimersi anche la Relazione illustrativa al d.lgs. 17 gennaio 2006, n. 6, secondo cui «per quel che concerne le operazioni di leveraged buy out [...] si sono indicate le condizioni cui dette fusioni devono sottostare ([art. 2501 bis c.c.](#))».

Per i sostenitori della tesi in discorso il nuovo [art. 2501-bis c.c.](#) non ha apportato alcuna innovazione o modifica al divieto codicistico di assistenza finanziaria, che, attuando il divieto previsto dall'art. 23 della Seconda direttiva, è rimasto inalterato. L'[art. 2501-bis c.c.](#) sarebbe, dunque, una norma di interpretazione autentica con cui il legislatore ha voluto chiarire che il MLBO «non ha nulla a che vedere» con il divieto di assistenza finanziaria [SCHLESINGER 2003, 706; PICONE 2001, 1398; CARRIÈRE 2003, 1043].

Secondo altra parte della dottrina, cui si ritiene di dover prestare adesione, la nuova disciplina, «al di là del contrario intendimento del legislatore delegante», non ha risolto – né, invero, avrebbe potuto risolvere – il precedente dibattito sulla liceità del MLBO, poiché, come accennato, il divieto codicistico di assistenza finanziaria è di “origine” comunitaria [DOLMETTA 2002, 240 ss.; PERRINO 2003, 534]. E, dunque, il legislatore nazionale non avrebbe potuto sottrarre nessuna fattispecie di MLBO dall'ambito del divieto comunitario [MONTALENTI 2003, 12; PERRINO 2003, 536; ID. 2004, 1943 ss.].

Per i sostenitori del predetto orientamento l'adempimento degli obblighi di trasparenza di cui all'[art. 2501-bis c.c.](#) non è, infatti, condizione sufficiente per escludere in radice qualsiasi censura di illiceità del MLBO, ma è stato prescritto esclusivamente per rendere più agevole un eventuale sindacato giudiziale della liceità dell'operazione. Ne segue che la liceità del MLBO continua, come in passato, a dovere essere valutata caso per caso sulla base dei criteri da tempo elaborati dalla dottrina e dalla giurisprudenza.

Se così è, permarrebbero «tuttora intatte le ragioni di una distinzione fra LBO illeciti, perché in frode dell'[art. 2358 c.c.](#) (ancorché oggi privato del suo risvolto sanzionatorio penale), e LBO leciti perché sorretti da altra prevalente e legittima finalità, diversa dalla mera traslazione del debito» [PERRINO 2004, 1946].

Il MLBO dopo il d.lgs. 4 agosto 2008 n. 142.

Alla luce delle modifiche apportate alla normativa comunitaria che prevedeva il divieto di assistenza finanziaria dalla dir. 2006/68/CE, occorre, infine, valutare se sia ancora necessario distinguere fra MLBO leciti e MLBO illeciti.

Come noto, l'iter comunitario per le modifiche alla Seconda direttiva ha preso le mosse dal progetto comunitario SLIM (*Simpler Legislation for the Internal Market*), avviato nel 1996 dalla Commissione secondo la quale «gli attuali divieti di aiuto finanziario dovrebbero essere ridotti ad un minimo pragmatico» (cfr., la Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio del 4 febbraio 2000, 5, consultabile all'indirizzo internet <http://ec.europa.eu/>).

Detto progetto è stato proseguito dal *High Level Group of Company Law Experts* che, incaricato dalla Commissione di formulare raccomandazioni per la creazione di una moderna cornice del diritto societario nella Unione Europea, ha avanzato una serie di proposte (c.d. proposta SLIM-PLUS; cfr. il *Final Report* 4.11.2002, e in particolare, il capitolo VI, 107 e 108, consultabile all'indirizzo internet <http://ec.europa.eu/>).

Aderendo alle predette proposte, la Commissione ha ritenuto che una semplificazione della Seconda direttiva dovesse essere «considerata una priorità a breve termine», onde contribuire «in maniera significativa alla promozione dell'efficienza e della competitività delle imprese, senza peraltro ridurre la protezione offerta agli azionisti e ai creditori» (cfr. Comunicazione della Commissione 21 maggio 2003 «Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire», 19, consultabile all'indirizzo internet <http://ec.europa.eu/>).

Il vigente testo dell'art. 23 della Seconda direttiva non prevede più un divieto assoluto di anticipare fondi, accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisizione delle proprie azioni. Dispone, infatti, che gli Stati membri possono consentire, seppur a determinate condizioni, le predette operazioni.

La dir. 2006/68/CE è stata recepita in Italia con il [d.lgs. 4 agosto 2008 n. 142](#) che, superando – seppur per la sola

società per azioni – il «dogma assoluto» del divieto di assistenza finanziaria, ha integralmente sostituito l'[art. 2358 c.c.](#)

Il nuovo [art. 2358 c.c.](#) consente alla s.p.a. di accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie purché siano rispettate determinate condizioni, in parte sovrapponibili a quelle richieste dalla disciplina comunitaria.

La nuova disciplina delle operazioni sulle proprie azioni, conformandosi ai principi di delega (v. l' [art. 23, 1° co. lett. d, legge 25 febbraio 2008, n. 34](#)), ha fatto salvo quanto previsto dall'[art. 2501-bis c.c.](#) (cfr. l'[art. 2358, 8° co., c.c.](#)). E, come riconosciuto anche da chi esclude con convinzione che il MLBO possa rientrare nel campo di applicazione del divieto di assistenza finanziaria, «*restare salvo*» può voler dire che la disciplina dell'[art. 2501-bis c.c.](#) continua ad applicarsi insieme a quella nuova [...] oppure che essa si applica invece di quella dettata dall'[art. 2358 c.c.](#)» [così, SPOLIDORO2009, 64].

Peraltro, ove la normativa nazionale dettata in attuazione di una disciplina comunitaria sia suscettibile di diverse interpretazioni, occorre prediligere l'interpretazione che la renda conforme alla disciplina comunitaria, e quest'ultima non esclude il MLBO dall'ambito del divieto di assistenza finanziaria.

Ancora una volta, quindi, nonostante la diversa intenzione del legislatore, non sembrano potersi definitivamente accantonare le incertezze sulla liceità del MLBO. Infatti, benché sia ormai assodato che il MLBO effettuato ai sensi dell'[art. 2501-bis c.c.](#) non violi direttamente il divieto codicistico di assistenza finanziaria di cui all'[art. 2358 c.c.](#), non sembra potersi escludere, almeno a priori, che una determinata fusione realizzata [ex art. 2501-bis c.c.](#) venga posta in essere – nel caso concreto – in frode alla legge, al solo fine di eludere il summenzionato divieto. Divieto che, pur essendo ormai privo almeno per la società per azioni del carattere dell'assolutezza, è ben lungi dall'essere abrogato e rimane ancora oggi vigente nel nostro ordinamento. Sembra, dunque, che fra i MLBO effettuati nel rispetto della disciplina procedimentale di cui all'[art. 2501-bis c.c.](#), sia ancora necessario distinguere le operazioni lecite in quanto sorrette da una valida ragione imprenditoriale dai MLBO illeciti in quanto realizzati in frode alla legge e, in particolare alla disciplina «sostanziale» del divieto di assistenza finanziaria, in quanto privi di una valida ragione imprenditoriale [CARRIÈRE 2010, 13 e 8-9, ritiene che le condizioni «procedurali» e «sostanziali» introdotte dal novellato [art. 2358 c.c.](#) sono «*pienamente compatibili con la nostrana disciplina della fusione*»].

Quanto sopra non deve, tuttavia, portare a ritenere che la nuova disciplina delle operazioni sulle proprie azioni abbia lasciato immutati i termini del dibattito sulla liceità del MLBO. Sembra, infatti, che il nuovo articolato dell'[art. 2358 c.c.](#) abbia introdotto almeno per la società per azioni una nuova strada per effettuare legittimamente nel nostro ordinamento un MLBO. Una strada diversa da quella tracciata dall'[art. 2501-bis c.c.](#) e ad essa parallela. Una strada, le cui tortuosità dovranno essere ricostruite con il paziente lavoro dell'interprete.

Non si dubita, infine, che la nuova disciplina della «*fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*» di cui al nuovo [art. 2501-bis c.c.](#) si applichi anche alla s.r.l. [PICONE 2000, 1396, 17; DOLMETTA 2002, 243; RACUGNO2004, 367]. E ciò, nonostante l'[art. 7, lett. d\), l. 3 ottobre 2001, n. 366](#) abbia ommesso di richiamare il vecchio [art. 2483 c.c.](#) (oggi trasposto nell'[art. 2474 c.c.](#)) che prevede per la s.r.l. il divieto di assistenza finanziaria. L'omissione è, infatti, considerata una «semplice trascuratezza» del legislatore. Del resto sarebbe assai oscura la ragione per cui il legislatore, pur intendendo liberalizzare la fusione a seguito di indebitamento per la s.p.a., ne avrebbe voluto mantenere l'illiceità per la s.r.l.

Peraltro per il solo fatto che il divieto comunitario di assistenza previsto dalla Seconda Direttiva si applica, per il diritto italiano, alla s.p.a. e non alla s.r.l. [DOLMETTA 2002, 243; PICONE2000, 1396] non sembra potersi ritenere che la liceità del MLBO realizzato a mezzo di fusione con indebitamento possa valutarsi con minor rigore nel caso in cui la *target* sia una s.r.l. e non una s.p.a. Infatti, il legislatore nazionale, pur potendo disciplinare le operazioni di MLBO aventi come *target* una s.r.l. senza curarsi di rispettare i limiti posti dalla disciplina comunitaria, non ha sfruttato questa possibilità. Anzi, il divieto codicistico di *financial assistance* in materia di s.r.l., a differenza che nella s.p.a., continua a conservare nell'odierno [art. 2474 c.c.](#) l'originario carattere assoluto ed inderogabile [CAPPARELLA 2008, 1060-1061].

Riferimenti bibliografici.

La tesi «formalistica» prima della Riforma è sostenuta, fra i tanti, da R. PARDOLESI, *Leveraged buy out: una novità a*

tinte forti (o "fosche"), in *Giur. comm.*, 1989, I, 402; G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Tratt. Colombo, Portale*, 1991, 487 ss.; G. FRÈ-G. SBISÀ, *Della società per azioni*, in *Comm. Scialoja-Branca*, a cura di Galgano, 1997, 445; M.S. SPOLIDORO, *Attuazione della direttiva 2006/68/Ce su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 64; ID., *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buy out"*, in *Società*, 2000, 84; D. PREITE, *I merger buy-outs e gli artt. 2357 e 2358 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1993, II, 104 ss.; A. GAMBINO, *Intervento*, in AA.VV., *Il leveraged buy-out in Italia*, in *Dir. fall.*, 1990, I, 675; L. PICONE, *Liceità del "merger leveraged buy-out"?*, in *Società*, 2000, 719-720; ID., *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leverage buy out*, Milano, 2001, 182; F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, 180. Dopo la Riforma fra coloro che ritengono che la fusione operata nel rispetto del neo-introdotta [art. 2501-bis c.c.](#) non possa violare il divieto di assistenza finanziaria, si vedano L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contr. impr.*, 2003, 1394; P. SCHLESINGER, *Merger leveraged buy out e riforma societaria*, in *Corr. giur.*, 2003, 705. Fra i sostenitori della c.d. tesi "sostanzialistica", si vedano prima della Riforma P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Milano, 1991, 57; ID., *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, in *Studi in tema di società per azioni*, Padova, 1999, 57. Fra coloro che ritengono che anche dopo la Riforma occorra continuare a distinguere fra LBO illeciti, perché in frode al divieto di assistenza finanziaria ed LBO leciti perché sorretti da un'altra e legittima finalità, si vedano P. MONTALENTI, *La riforma del diritto societario: appunti*, in *Società*, 2003, 12; ID., *La riforma del diritto societario: profili generali*, in AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società: profili della nuova disciplina*, Torino, 2003, 3 ss.; A. DOLMETTA, *Il merger leveraged buyout nella legge delega n. 366/2001: la target da s.p.a. a s.r.l.*, in *Corr. giur.*, 2002, 240 ss.; M. PERRINO, *Sub art.2501-bis c.c.*, in *Comm. Niccolini, Stagno D'Alcontres*, 2004, 1943 ss.; ID., *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. soc.*, 2003, 534; P. CARRIÈRE, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Riv. soc.*, 2003, 1041; ID., *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Società*, 2010, 7 ss. Sull'applicabilità alla s.r.l. della nuova disciplina sulla «fusione a seguito di acquisizione con indebitamento» si veda, per tutti, RACUGNO, *La nuova s.r.l. Prime letture e proposte interpretative*, a cura di Farina, Iba, Racugno, Serra, Milano, 2004, 367. Per un'analisi degli aspetti della struttura e della disciplina tipica della s.r.l. che rendono maggiormente problematica la realizzazione di MLBO nel caso in cui la target sia una s.r.l. e non una s.p.a., si veda G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2008, 1060-1061.