

Giovanni Paolo Accinni

---

**OPERAZIONI DI *LEVERAGED BUYOUT*  
ED UN PRETESO CASO DI ILLICEITÀ  
PENALE**

---

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

# QUESTIONI

---

GIOVANNI PAOLO ACCINNI

## **Operazioni di *leveraged buyout* ed un preteso caso di illiceità penale**

SOMMARIO: 1. La sentenza della Corte di Cassazione, Sez. V penale, n. 5503. — 2. Le operazioni di LBO non determinano violazione del divieto penale di cui agli artt. 2358-2630, 1°co., n. 2, c.c.. — 3. Con la fusione per incorporazione il patrimonio della società «target» non risponde dei contratti di finanziamento stipulati per l'acquisto del suo capitale e, comunque, non costituisce la garanzia per il debito contratto per l'acquisto in violazione del divieto penale. — 4. La garanzia «generica» individuata nell'effetto «indiretto» di meglio assicurare le aspettative del finanziatore alla restituzione del credito concesso non integra la fattispecie della garanzia vietata.

1. Una notevole risonanza, tramite soprattutto gli organi della stampa economico-finanziaria, ha avuto una sentenza del giudice di legittimità<sup>(1)</sup> che ha affermato l'illiceità penale delle operazioni di *leveraged buy out*, in quanto risulterebbero sempre poste in essere in violazione del divieto di cui all'art. 2358 c.c..

Osserva testualmente detta sentenza che: «*l'istituto del leveraged buy out, sorto negli Stati Uniti d'America, consiste nella acquisizione di una*

<sup>(1)</sup> Si tratta della sentenza della Corte di Cassazione, sez. V penale, 15 novembre 1999, n. 5503. La pronuncia, di cui si è data notizia anche in questa *Rivista* (2000, pp. 431 e ss.), è stata riportata in *Dir. e Giust.*, 11 marzo 2000, n. 9, pp. 74 e ss. con nota di Jacoviello; in *Dir. pen. e processo*, n. 6/2000, pp. 753 e ss., con nota di Galletto e Romanelli; in *Diritto e pratica delle società*, n. 7/2000, pp. 30 e ss. con nota di Palmieri; in *Il Corriere giuridico*, n. 6/2000, pp. 745 e ss., con nota di Schlesinger. Infine, un commento a siffatta pronuncia è stato fatto anche da BERTINI, *LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, in *Contratto e Impresa*, 2000, p. 1439 e ss., che pure ha posto in evidenza l'esigenza di ridimensionarne il carattere di «ostilità» del giudizio di impossibilità di importare in Italia le operazioni di *leveraged buyout* in ragione della limitatezza al caso di specie della decisione.

società (società bersaglio - target company) da parte di un'altra società la quale ultima contrae un prestito con un terzo (di solito altra società) garantendo tale prestito con le azioni o con il patrimonio della società bersaglio». Tale istituto — è soggiunto — non sarebbe «importabile in Italia, ostando il principio fissato nell'art. 2358 c.c. per il quale "la società non può accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie (co 1°), né può accettare azioni proprie in garanzia"».

Il meccanismo finanziario utilizzato mediante il *leveraged buy out* sarebbe dunque illecito in Italia, così come conclude sul punto la sentenza, quantomeno nei limiti suindicati, ossia in quelli dati dal divieto di cui al primo comma dell'art. 2358 c.c.

Nella realtà è bene, intanto, chiarire che l'affermazione qui oggetto di commento non costituisce un vero e proprio «precedente» in termini di censura penale delle operazioni di LBO. La sentenza è, infatti, pressoché non motivata, perché resa a seguito di ricorso avverso un'ordinanza che in sede di riesame aveva confermato la misura della custodia cautelare in carcere disposta dal Giudice per le Indagini Preliminari; in quanto tale, è una pronuncia incidentale resa non all'esito di un giudizio di merito, ma in sede cautelare, e quindi senza necessità di una più approfondita (e, perciò, significativa) motivazione.

D'altra parte, ed ancora, lo stesso oggetto del merito portato al vaglio del giudizio non pare costituire una vera e propria forma di LBO, ma un'operazione diversa, censurata quale ipotesi di bancarotta fraudolenta per distrazione e non già dunque per una presunta violazione del divieto di cui all'art. 2358 c.c.

Oggetto della contestazione in forza della quale era stata disposta la misura cautelare in carcere del ricorrente era, infatti, il «progetto» (come, appunto, è espressamente dato di poter leggere) di acquisizione della maggior parte delle società di due importanti gruppi, realizzato ponendo in essere una serie qualificata come «sistemica» di operazioni che avrebbero portato in un breve arco temporale al depauperamento delle stesse società ed alla dichiarazione di fallimento.

Quanto, più in particolare, contestato ed oggetto di giudizio in sentenza, è un fatto di pretesa distrazione fallimentare che si sarebbe realizzato per il tramite del depauperamento del patrimonio sociale ed imputato a titolo di distrazione dei beni delle società (poi dichiarate fallite). E ciò in ragione delle modalità di acquisizione delle medesime poste che il corrispettivo pagato per l'acquisto delle loro azioni sarebbe stato inesistente o, comunque, costituito da immobili supervalutati e già ipotecati, oppure da cambiali mai onorate.

Insomma, oggetto del giudizio non è stata una vera e propria operazione di LBO rispetto ad una imputazione di violazione del divieto penalmente sanzionato dall'art. 2358 c.c., ma un'operazione di acquisizione societaria avvenuta con termini e modalità imputate a titolo di bancarotta fraudolenta per distrazione individuata in una forma di depauperamento generato dalle modalità utilizzate per l'acquisto di azioni senza l'effettiva disponibilità delle risorse finanziarie necessarie ai fini dell'acquisto medesimo. La fattispecie con riguardo alla quale la Cassazione si è pronunciata è costituita infatti dall'acquisto della totalità del capitale sociale di una società di capitali a fronte di un pagamento corrisposto a mezzo di cambiali (la prima delle quali scaduta) avallate dalla stessa società i cui titoli (azioni) erano fatti oggetto di cessione.

Una fattispecie diversa dunque da quella data da una vera e propria operazione di *leveraged*, non imputata a titolo di violazione del divieto di cui all'art. 2358 c.c. ed oggetto di un giudizio che per sua natura non necessita di una più analitica e completa motivazione, in quanto espresso in sede cautelare.

La sentenza in esame non costituisce, perciò, una forma di «precedente» in materia di operazioni di LBO idoneo a qualificarne la natura (lecita, cioè, od illecita).

2. Tanto premesso, merita comunque osservare come il richiamo, pur incidentalmente fatto, all'assunta impossibilità di poter «importare» le operazioni di LBO per la pretesa violazione del divieto art. 2358 c.c., sia destituito di qualsivoglia vero fondamento. Le operazioni di *leveraged management buy out* non violano, infatti, il divieto penalmente sanzionato di cui al combinato disposto degli artt. 2358-2630, 1° co, n. 2. c.c. (2).

Invero, il divieto in oggetto sarebbe violato soltanto se la società *target* accordasse prestiti o fornisse garanzie per l'acquisto delle proprie azioni: vi sarebbe, infatti, violazione sia se gli amministratori della *target* accordassero direttamente un prestito per l'acquisto delle sue azioni, sia se si impegnassero a farlo una volta completato il processo di acquisizione; sia, infine,

(2) Per un più approfondito esame del tema e dei problemi ad esso connessi, ci si permette di rinviare ad ACCONNI, *Profili penali nelle operazioni di leveraged-management buy out*, Milano, 1996 ed *ivi*, più in particolare, alle pp. 85 e ss. nonché alla bibliografia *ivi* pure già espressamente richiamata. Da ultimo, inoltre, MUSCO, *Diritto penale societario*, Milano, 1999, pp. 200 e ss. e sempre nel senso che le operazioni di *leveraged buyout* non violano il divieto di cui all'art. 2358 c.c., l'affermazione della giurisprudenza di merito resa da Gip Trib. Brescia, 1 giugno 1993, riportata nella *Rassegna di diritto societario*, in questa *Rivista*, 1996, p. 563 ss.

se garantissero il debito contratto dalla *Newco* nei confronti dei finanziatori per la concessione del finanziamento finalizzato all'acquisto di quelle stesse azioni. E chi conosce siffatte operazioni, pur nelle loro numerose possibilità di essere, sa che nessuna delle ipotesi testé richiamate è mai solita avvenire nella realizzazione di operazioni di *leveraged - management buy out*.

La società «target» nella fase iniziale del finanziamento è, infatti, sempre estranea al rapporto tra finanziato e finanziatore ed in quella successiva della fusione nulla delibera in favore del terzo finanziatore.

L'operazione di fusione non è, quindi, neppure idonea ad integrare la prestazione di garanzia da parte della società le cui azioni sono fatte oggetto di acquisto, non costituendo, comunque, la forma di garanzia compresa nell'ambito di operatività della norma. Con la fusione per incorporazione, infine, il patrimonio della società *target* non risponde dei contratti di finanziamento stipulati per l'acquisto del suo capitale e, comunque (ed appunto), non diviene garante per il debito contratto per l'acquisto.

Non per nulla la principale censura che è stata mossa all'operazione in oggetto è quella che sulla premessa di una pretesa equivalenza tra il fatto di «rifilare un debito» e quello di «farsi fare un prestito», giudica l'operazione come in frode alla legge per la violazione della norma imperativa di cui all'art. 2358 c.c..

Senonché, non solo è nota l'irrilevanza penalistica del negozio in frode alla legge che ha il proprio limite nel divieto di analogia (e quindi nella sua impossibilità ad essere richiamato ai fini di una responsabilità penale), ma è parimenti e non meno vero che anche a voler considerare l'operazione sotto un profilo meramente sostanziale, è certo che il divieto di cui all'art. 2358 c.c. non risulta affatto violato.

Più in particolare ed analiticamente, con riferimento a ciascuno degli aspetti indicati, merita ricordare quanto segue.

Intanto, la finalità della norma penale deve essere individuata nell'esigenza di impedire forme di utilizzo del patrimonio sociale che, prive di controvalore, siano finalizzate all'acquisto (o alla sottoscrizione) delle proprie azioni. Il problema della liceità o della illiceità delle operazioni di *Leveraged - management buyout* è dunque quello di accertare se effettivamente il patrimonio della società «target» (ossia della società le cui partecipazioni siano fatte oggetto di acquisto) sia utilizzato, con la concessione di prestiti o la fornitura di garanzie, in assenza di controprestazioni attuali ed economicamente equivalenti, al fine dell'acquisto (o della sottoscrizione) delle proprie partecipazioni, e se, quindi, in ragione di siffatte condotta e finalità lo stesso sia impoverito a vantaggio della partecipazione al capitale di uno o più soci e a danno dei rimanenti soci e dei terzi.

Ai fini di questo accertamento è dunque necessario ricordare lo schema che siffatte operazioni, pure assai variegate nella loro concreta possibilità di esistenza, sono solite presentare e che consiste nella creazione (o comunque nell'utilizzo) di una società acquirente che acquisti l'impresa che interessi e successivamente si fonda con la stessa, cosicché il debito iniziale dell'acquirente venga, di fatto, trasferito sull'acquisita.

Verificata la situazione della società «target», che deve presentare i requisiti di interesse di siffatta operazione<sup>(3)</sup> i protagonisti delle stesse operazioni (in quelle di *management buyout* gli amministratori della stessa società) ne acquistano la totalità (o comunque la maggioranza) del capitale sociale. I mezzi finanziari necessari all'acquisto sono forniti da finanziatori che concedono i finanziamenti (o, comunque, parte degli stessi) necessari all'operazione alla società cosiddetta «Newco» ossia alla società costituita (o comunque utilizzata) al fine dell'acquisto della società «target».

Con i finanziamenti ricevuti (e, di solito, in più ridotta parte con mezzi propri) gli amministratori della «Newco» acquistano quindi la totalità (o la maggioranza) del capitale sociale della società «target», che perciò diviene interamente controllata dalla società «Newco».

Successivamente, ma solitamente pressoché contestualmente (e nello stesso esercizio), la stessa società acquirente incorpora la «target» fondendosi con essa. Così facendo la società «target», il cui patrimonio a seguito della fusione è incorporato nella «Newco», si «accolla» l'onere di fare fronte a tutti i debiti contratti da questa per liquidare i vecchi azionisti, nel senso che al passivo del bilancio della società incorporante a fusione avvenuta restano iscritti i debiti della società «Newco», costituiti dalla variazione degli oneri finanziari (somma dei debiti e degli interessi) che sono

(3) Il *leveraged buyout* è un'operazione finanziaria finalizzata all'acquisto di attività di un'azienda, o di partecipazioni di società, finanziata da un consistente ammontare di debiti e da un limitato (talvolta praticamente nullo) ammontare di mezzi propri, consentiti dall'utilizzo delle attività oggetto dell'acquisizione e dal flusso di cassa che l'investimento genererà in futuro. La società da acquisire deve essere, dunque, poco indebitata, garantire buoni e stabili flussi di cassa (ed essere già dotata di «assets» funzionali alle aspettative aziendali). È cioè necessario che la gestione corrente garantisca tali flussi autonomamente e che, conseguentemente, il margine operativo lordo copra abbondantemente le variazioni di capitale circolante. L'effetto di leva finanziaria è dunque naturalmente reperibile nelle società potenziali oggetto di LBO, ed, anzi, costituisce un vero e proprio prerequisito alla possibilità di attuazione delle stesse, laddove queste richiedono che la società da acquisire presenti una struttura finanziaria tale da sopportare il carico di indebitamento conseguente all'operazione e da ripagare i connessi oneri finanziari. L'effetto moltiplicativo sul capitale derivante dall'indebitamento legato all'operazione viene così ad essere il principale aspetto della stessa, che, unitamente ai benefici fiscali che questa garantisce, concorre a qualificarla.

stati necessari per dare vita all'operazione, sicché il patrimonio della «target» viene utilizzato per ripianare i debiti della «Newco», contratti per l'acquisto della stessa «target».

Un'operazione di LBO esiste ed è tale, infatti, nella sola ipotesi in cui il debito contratto per l'acquisto sia assunto dall'impresa acquisita ovvero entri a fare parte del suo passivo. Ai vecchi azionisti della società acquisita vengono offerti, in cambio delle loro azioni, risorse monetarie liquide e la liberazione da ogni obbligazione, anche in via indiretta, nei confronti dei vecchi e dei nuovi creditori. Le attività reali e finanziarie della società acquisita diventano, quindi, la garanzia reale principale per i finanziatori della «Newco», i cui crediti vengono assunti dalla società che trae origine dalla fusione.

Senonché, non vi è chi non comprenda che il finanziamento per l'acquisto delle partecipazioni della «target» è concesso agli amministratori della «Newco» e, se è pur vero che siffatto finanziamento suole essere prestato sulla base del valore patrimoniale delle attività aziendali della «target» (l'idoneità di questa a generare «cash flow» è la sola garanzia, ovvero la sola possibilità di affidamento solitamente offerta ai finanziatori), altrettanto certo è che, al momento della sua concessione, il finanziamento è concesso a «Newco» senza garanzie, venendo solitamente prestato proprio solo in base al flusso di cassa che si ritiene la «Target» possa produrre *dopo* la cessione, oltreché in base alla fiducia che gli amministratori sono in grado di ispirare quanto alla validità dell'operazione ed alle loro capacità.

L'indispensabile idoneità della società «target» di generare «cash flow» e, quindi, il rigoroso rispetto delle condizioni di base (che la società «target» e quindi l'operazione devono presentare) sono, con la fiducia nelle capacità e serietà degli amministratori, le sole ragioni e condizioni che costituiscono e motivano, e solo in questo senso, *garantiscono* il finanziamento.

Non vi è prestazione di garanzia della «target» per l'acquisto dei propri titoli, ma concessione di un finanziamento da parte di una banca (o da parte di istituzioni finanziarie) per un investimento ad alto rischio, motivato dalla «validità» dell'operazione in sé, ovvero dalla possibilità e capacità di generare «cash flow» oltre che dai benefici fiscali.

Così, anche nel momento successivo, ossia in quello dell'acquisto dei titoli di partecipazione della «target» e della possibilità di concessione in garanzia ai finanziatori degli stessi titoli della «target» quindi acquistati, non vi sarebbe, comunque, concessione di garanzia da parte della «target» per l'acquisto delle sue stesse partecipazioni. Ed infatti: l'acquisto è

già avvenuto; il finanziamento ovvero il credito è concesso dalle istituzioni finanziarie; i titoli della «target» resterebbero dati in garanzia ai propri finanziatori dagli amministratori di quella che è divenuta la controllante, ossia la «Newco». D'altra parte, non vi sarebbe neppure concessione di credito garantita dalle azioni acquistate: non vi *sarebbe infatti un diritto di garanzia della «target» sulle proprie azioni*; il diritto di garanzia è dei finanziatori i quali non avrebbero certo in garanzia azioni proprie (a tacere del fatto che l'interesse dei finanziatori non sarebbe quello di escutere siffatta garanzia, ma quello del buon fine dell'operazione ovvero, quanto al loro proprio interesse, quello del ripianamento del finanziamento addizionato di tutti gli interessi, che ben sono soliti tenere conto del grado di rischio).

Ovvio, poi, che a fusione avvenuta i titoli della società «target» vengano annullati in ragione dell'incorporazione e che quindi in garanzia possano essere concesse le azioni della incorporante nella sua nuova fisionomia di società A+B, oltre che gli stessi beni della società «target», incorporata. E vero che al momento della fusione per incorporazione l'acquisto è già avvenuto e le azioni della «target» vengono annullate a causa dell'incorporazione. Sicché è dato constatare come non vi sia mai possibilità di concessione da parte degli amministratori di «target» di prestiti o garanzie al fine dell'acquisto delle proprie azioni. L'acquisto è operato dagli amministratori di «Newco» sui titoli della «target» con un finanziamento concesso dalle istituzioni finanziarie e sprovvisto di garanzie. Al momento della sua concessione, infatti, il finanziamento è solitamente concesso unicamente sulla scorta della fiducia nell'operazione proposta e nella capacità del «management» di sfruttare il potenziale «cash flow» che le attività della società da acquistare sono in grado di generare.

Sono, dunque, il rigoroso rispetto delle condizioni di base ovvero dei requisiti della «target», la capacità del «management» ed i benefici fiscali, le ragioni e le sole «garanzie» che le operazioni di LMBO presentano e consentono, rendendo le stesse strumento di rivalizzazione delle aziende, di razionalizzazione ed incremento di produttività, di diffusione dell'imprenditorialità e di garanzia al fine di evitare dispersioni di «know how» e di sinergie industriali.

È vero che le operazioni di LMBO sono caratterizzate ed anzi costituiscono un acquisto di partecipazione finanziato da un consistente ammontare di debiti e da un limitato (o nullo) ammontare di mezzi propri, ma è anche vero che questo stesso è consentito dalle attività oggetto dell'acquisizione e dal flusso di cassa che l'investimento genererà in futuro: è cioè proprio l'effetto di «leva finanziaria», ovvero l'effetto moltiplicativo sul capitale derivante dall'indebitamento che, con i benefici fiscali, consente l'at-

tuazione di dette operazioni, ponendosi, anzi, come un vero e proprio requisito alla loro stessa possibilità ed imponendo quindi un rigoroso rispetto delle condizioni di base ossia dei requisiti che la società da acquisire deve presentare.

Nell'assoluto rispetto di questi l'affermazione che la società «acquista se stessa» nel senso che il suo patrimonio (o parte del suo patrimonio) è utilizzato per ripianare i debiti contratti per l'acquisto delle sue partecipazioni, è affermazione esatta e corretta se con ciò si intende significare che lo sfruttamento dell'effetto di «leva finanziaria», unitamente ai benefici fiscali, consentono un flusso di redditi, generato dalla rinnovata gestione aziendale, capace di rimborsare i debiti contratti. Non è invece affermazione esatta e corretta, né con riferimento alla lettera del divieto penale, né e proprio con riferimento alla stessa sostanza dell'operazione in sé, se con essa si vuole significare che il patrimonio della «target» è la garanzia del debito contratto dalla «Newco» per l'acquisto delle sue partecipazioni, o è, comunque, utilizzato nel modo vietato dalla disposizione penale per far fronte al finanziamento contratto per l'acquisto dei suoi stessi titoli.

Nella *fisiologia* di queste operazioni il patrimonio della «target» rileva nel senso di porre in evidenza i requisiti che la stessa deve presentare al fine di consentire l'effetto di «leva finanziaria» e non quale garanzia per l'acquisto dei propri titoli.

Il divieto di cui al primo comma dell'art. 2358 c.c. non viene violato perché gli amministratori della «target» non concedono credito, nella forma del prestito o della garanzia, con il fine dell'acquisto delle partecipazioni della propria società. Il finanziamento per l'acquisto è concesso infatti dalle istituzioni finanziarie agli amministratori di «Newco» e chi acquista — appunto «Newco» — non diviene titolare dei titoli della «target» ed al contempo *suo debitore*: non vi è, dunque, quanto diversamente costituirebbe l'elemento oggettivo della condotta vietata, vale a dire un diritto di credito della società «target» nei confronti di un terzo per la restituzione delle somme impiegate. Il diritto di credito è delle istituzioni finanziarie nei confronti di «Newco»: i titoli della «target» sono pagati con il finanziamento ricevuto; non vi è quindi nessun credito concesso dalla «target» con rischio di insolvenza in capo alla stessa e perciò, ed appunto, non vi è violazione della disposizione di cui al 1° co. dell'art. 2358 c.c..

D'altra parte, non vi è neppure possibilità di violazione del divieto di cui al 2° co., posto che non vi è alcuna forma di prestito garantita dalle azioni acquistate. Non vi sono infatti finanziamenti da parte di «target» che conducono all'acquisto dei propri titoli senza l'introito di alcun controvalore, né accettazione in garanzia di propri titoli ovvero diritti di garanzia

della «target» sulle proprie azioni (quote). Gli amministratori della «target» non violano, dunque, i divieti di cui al 1° ed al 2° co. dell'art. 2358 c.c. perché non accordano credito, nella forma del prestito o della garanzia, per l'acquisto delle azioni della società amministrata, né consentono altra forma di credito garantita (anche solo in parte) dalle partecipazioni della stessa società.

3. La conclusione non è contraddetta dall'obiezione che il divieto sarebbe, al contrario, violato in ragione del fatto che con la fusione per incorporazione il patrimonio della «target» «confluisce» in quello della «Newco» e quindi, di fatto, risponde o comunque è utilizzato per «ripianare» il debito che la stessa «Newco» ha contratto nei confronti delle istituzioni finanziarie per l'acquisto delle partecipazioni della «target».

È infatti possibile osservare che, a fusione avvenuta, alle istituzioni finanziarie sono solitamente concessi a garanzia del finanziamento ricevuto i titoli dell'incorporante nella sua nuova composizione di società A+B oltre che gli stessi beni della «target» incorporata, e che, poi, il patrimonio della società «target» stessa concorre a ripianare il debito contratto da «Newco» per l'acquisto delle sue partecipazioni. A fusione avvenuta, la differenza di oneri finanziari che il compimento dell'operazione ha richiesto si trova infatti iscritta nel passivo della società A+B ed è garantita dai potenziali «cash flow», dalle garanzie reali sui beni della società «target» incorporata, nonché dalla possibilità di cessione dei rami d'azienda ritenuti non essenziali. Successivamente, quindi, la società dovrà ripianare il proprio debito in essere nei confronti delle istituzioni finanziarie.

Il quesito diviene, allora, il seguente: sarebbe corretto affermare che il patrimonio di «target» finisce così per rispondere dei diversi contratti di finanziamento stipulati per l'acquisto del suo capitale o che, comunque, con la fusione per incorporazione il patrimonio della «target» diventa la garanzia per il debito contratto per l'acquisto delle partecipazioni dell'incorporata e che, perciò, il divieto penale in oggetto sarebbe violato?

Giova, innanzitutto, rilevare che la concessione in garanzia dei titoli dell'incorporante in luogo di quelli dell'incorporata è conseguenza, ovvia, dell'avvenuta fusione: cessando i secondi di esistere non possono essere concessi in garanzia che i primi. E così per i beni dell'incorporata, pure concessi in garanzia a seguito di un finanziamento per un acquisto *già* avvenuto e confluiti nel patrimonio dell'incorporante per effetto della fusione. Il patrimonio della «target» «concorre a ripianare» il debito contratto da «Newco» per l'acquisto delle sue partecipazioni nel solo senso che do-

vrebbe essere capace, unitamente ai benefici fiscali, di generare un flusso di redditi idoneo a consentire di far fronte ai debiti contratti.

Come osservato<sup>(4)</sup> « un LBO e un MBO sono conformi agli interessi aziendali quando la leva finanziaria è una delle tecniche operative impiegate, ma lo scopo dell'operazione è una riorganizzazione aziendale, tale da utilizzare sinergie tra i *business* della società acquirente con i *business* della società acquisita » (ciò che pure presupporrebbe che la società acquirente fosse una società operativa), e tuttavia, « vi è ancora un interesse (...) anche se la società acquirente è una società costituita solo in vista della fusione con la società acquisita, quando la società incorporante intenda attuare un piano di riorganizzazione aziendale (scorporo di partecipazioni non competitive, o non strategiche; realizzo di plusvalenze da beni non essenziali al ciclo produttivo; utilizzo di riserve o *cash flow*), tale da assentire il debito derivante dall'acquisto delle azioni ».

Allorquando il debito dato dal finanziamento contratto per l'acquisto delle partecipazioni è « assentito » da detto piano di riorganizzazione aziendale, le operazioni di LMBO sono conformi all'interesse sociale della « target ». Ed il debito è riconoscibile come « assentito » quando la società incorporante intende attuare un siffatto piano di riorganizzazione aziendale — con utilizzo dei « cash flow », con sfruttamento dei benefici fiscali, con la vendita di rami d'azienda ritenuti non essenziali — capace di far fronte al debito e di soddisfare quelle finalità di rivitalizzazione, razionalizzazione etc. che caratterizzano, appunto, le operazioni di LMBO, nel rigoroso rispetto della loro vera ragion d'essere.

D'altra parte resta vero che anche nell'ipotesi in cui il flusso dei redditi generato dall'operazione e dalla rinnovata gestione aziendale non fosse o si rivelasse insufficiente a far fronte, in parte o per intero, al debito contratto con il finanziamento per l'acquisto delle partecipazioni, ovvero vi fosse destinazione di mezzi della società senza corrispettivo, con sostanziale riduzione dell'attivo del patrimonio netto, il patrimonio della società « target » non concorrerebbe, comunque, a rispondere del debito contratto da « Newco » per l'acquisto dei suoi titoli nel senso vietato dalle disposizioni dell'art. 2358 c.c., divenendo cioè « garanzia » per quello stesso debito perché — e come pure già osservato — « il passaggio del debito di una società al patrimonio dell'altra società incorporata è un semplice effetto dell'acquisto del patrimonio di quest'ultima da parte della società incorporante ».

<sup>(4)</sup> Cfr. MORELLO, *Il problema della frode alla legge rivisitato: (fusioni per prevalenti scopi fiscali; il leveraged buyouts e management buyouts)*, in AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, 1990, p. 151-2.

Così che « non si verifica, quindi, nessun acquisto di azioni proprie né alcun finanziamento per tale finalità, non essendo la stessa società ad acquistare e a garantire l'acquisto delle proprie azioni », mentre « il fatto che con la fusione il patrimonio della società incorporata venga a rispondere del debito contratto dall'incorporante è solo una conseguenza normale e necessaria dell'acquisto delle partecipazioni da parte di una terza società (sia pure sottocapitalizzata) »<sup>(5)</sup>.

È infatti osservazione parimenti corretta che l'altrimenti preteso « accollo » dei debiti alla società « target », o la prestazione di garanzia per l'acquisto delle proprie azioni costituita dalla compenetrazione dei patrimoni, si realizzerebbe nello stesso momento in cui, proprio con la fusione per incorporazione e per effetto di questa, la società « target » si estingue, sì che non avrebbe possibilità tecnica di esistere: non può esservi « accollo » dei debiti alla società « target » o prestazione di garanzia della stessa per l'acquisto delle proprie partecipazioni, perché per effetto dell'incorporazione di quest'ultima nella « Newco » le sue azioni (quote) vengono annullate e la stessa cessa di avere giuridica esistenza. L'operazione economica si svolge sempre tra il finanziatore e l'aspirante acquirente: ciò che esclude la possibilità di violazione del divieto.

D'altronde, ed infine, al momento della delibera di fusione le partecipazioni sono già state acquisite dalla futura incorporante, e dunque viene, in ogni caso, a fare difetto l'irrinunciabile requisito che concorre ad integrare l'elemento oggettivo del reato, ossia l'anteriorità del finanziamento, nella forma del prestito o della garanzia, rispetto all'acquisto delle azioni (quote).

Anche nell'ipotesi in cui il debito non fosse « assentito » da un rigoroso rispetto delle condizioni di base delle operazioni di LMBO, ossia dal piano di riorganizzazione aziendale, con conseguente riduzione del capitale netto, resterebbe confermata l'« irriducibilità » della dimensione cronologica delle operazioni al tassativo schema legislativo del divieto. Il principio di tassatività ed il divieto di analogia impongono infatti, al fine del giudizio di sussistenza della violazione del divieto penale, l'anteriorità del finanziamento all'acquisto stante l'impossibilità di ricomprendere nell'elemento oggettivo della fattispecie, e quindi nell'operatività del divieto, una condotta non espressamente contemplata.

<sup>(5)</sup> GALLO (F.), *Limiti e caratteristiche degli acquisti con prevalente finalità fiscale*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, a cura di Bonelli e De Andrè, 1990, p. 349. In senso contrario COTTINO, *Le Società*, vol. I, tomo II, 1999, pp. 326-7.

Se pure, quindi, il costo dell'operazione fosse, di fatto, posto a carico della società « target » ovvero del suo patrimonio perché non « assentito » da un effettivo piano di riorganizzazione aziendale capace, nell'assoluto rispetto delle condizioni di base, di rimborsare i debiti contratti con il flusso di redditi generato con l'operazione e la rinnovata gestione aziendale, — con giudizio da formularsi al momento della decisione dell'operazione e non a quello *ex post* del suo risultato ultimo — il divieto penale di cui agli artt. 2358-2630, 1° co., n. 2, c.c. non sarebbe comunque violato perché non sarebbe sussistente l'elemento oggettivo tassativamente previsto dalla norma che impone, irrinunciabilmente, l'anteriorità del finanziamento rispetto all'acquisto (sottoscrizione).

Quanto, in siffatta ultima ipotesi, potrebbe semmai fare difetto sarebbe invece proprio la conformità delle operazioni in esame con gli interessi aziendali e quindi con quello sociale della « target », ma non è questo l'oggetto di tutela della norma in considerazione, rispetto alla quale le operazioni di LMBO sono del tutto legittime.

Il giudizio di liceità resta pertanto confermato, anche considerando la sostanza economica del fatto penalmente rilevante rispetto alla finalità del divieto. Ed invero sia con riferimento alle operazioni di LMBO in cui la loro *fisiologia* sia rispettata, che a quelle in cui il debito sia « assentito » e quindi « rimborsato » dal flusso di redditi generato dalla gestione aziendale (nel rispetto del piano di riorganizzazione aziendale) e dai benefici fiscali, il divieto non potrebbe in ogni caso affermarsi violato sia perché non vi sarebbe distruzione di ricchezza sociale prodotta dal mutamento di titolarità delle partecipazioni (o dalla imputazione al patrimonio sociale del costo di trasferimento del controllo azionario), sia perché la stessa funzione di produzione di reddito (ossia di tutela dell'impresa e quindi dell'assetto patrimoniale come funzionale all'attività ed alla produzione di « ricchezza ») non sarebbe tradita, ma, anzi, esaltata. Ed infatti l'operazione, ove le sue « condizioni di base » (ossia il suo piano di riorganizzazione aziendale) siano rispettate, è produttiva di reddito ed intesa al soddisfacimento di istanze di rivitalizzazione e razionalizzazione, ossia di miglioramento della gestione aziendale con conseguente ritorno economico — senza, cioè, « distruzione di ricchezza sociale » — ma, al contrario, in presenza di creazione di reddito.

Diversamente nelle ipotesi in cui la fisiologia delle operazioni non fosse rigorosamente osservata ed il piano di riorganizzazione non fosse reale. Se infatti il costo dell'operazione non fosse ripagato dai « cash flow » e da quanto il piano di riorganizzazione aziendale prevedesse e comportasse (unitamente ai benefici fiscali), resterebbe quell'obiezione che giu-

diça equivalente alla concessione di un prestito l'attribuzione della situazione debitoria a carico della « target », che perciò diventerebbe la società « mutuante ».

Nondimeno, anche rispetto a siffatte ipotesi in cui il debito non fosse « assentito » ed in cui si potesse affermare sussistente, sin dall'origine della loro ideazione, la previsione della futura diminuzione del patrimonio dell'impresa generato dalla destinazione di mezzi della società senza corrispettivo e originati dalla necessità di ripianare il debito, non vi sarebbe violazione del divieto penale di cui agli artt. 2358-2630, 1° co., n. 2, cc. Anche in siffatta ipotesi, infatti, l'operazione così posta in essere non integrerebbe la condotta che il legislatore ha sanzionato penalmente con la previsione della fattispecie tipica di cui all'art. 2358 c.c. E questo perché la diminuzione dell'attivo patrimoniale netto, priva di contropartite, si verificerebbe non solo in un momento successivo a quello consumativo del reato che coincide con quello della concessione del prestito con la finalità dell'acquisto (sottoscrizione) delle proprie partecipazioni, in un momento cioè in cui la società « target » — il cui patrimonio è fatto oggetto di tutela — è già stata acquisita, ma anche in un momento in cui la stessa diviene giuridicamente inesistente in ragione della sua fusione per incorporazione e quindi nel momento stesso in cui il suo patrimonio cessa di avere — rispetto alla norma considerata — tutela giuridica proprio perché non solo la fusione avviene dopo l'acquisto delle sue partecipazioni, ma anche e proprio perché il patrimonio possibile oggetto di tutela diviene, con la fusione, solo quello dell'incorporante nella sua nuova fisionomia di società A+B e che dalla fusione esce, anzi, « rafforzato ».

Insomma, ed in conclusione, nell'ipotesi in cui il debito è « assentito » il patrimonio della « target » non è diminuito senza contropartite dal costo di acquisto delle sue partecipazioni, che è ripagato dal « cash flow » e da quanto il piano di riorganizzazione aziendale prevedeva e comportava (ivi compresi i benefici fiscali); nell'ipotesi in cui il debito non è invece « assentito » il patrimonio della « target » non risponde, in ogni caso, ai sensi del divieto penale in oggetto, dello stesso debito, né diviene la garanzia del finanziamento contratto per l'acquisto delle sue partecipazioni. E ciò sia in ragione del momento consumativo del reato che impone l'anteriorità del finanziamento all'acquisto (sottoscrizione), sia in conseguenza della fusione per incorporazione, che determina l'inesistenza della società incorporata.

Residua, tuttavia, che nell'ipotesi in cui la *fisiologia* delle operazioni di LMBO non sia rigorosamente rispettata ovvero il piano di riorganizzazione aziendale non sia reale e quindi tale da « assentire » il debito, non vi è con-

formità, ma oggettiva incompatibilità dell'operazione stessa con l'interesse sociale della società «target». In siffatte ipotesi vi sarebbe infatti destinazione del patrimonio della società a fini extrasociali, oppure privazione del patrimonio della stessa, in assenza di contropartite, al fine, obiettivamente incompatibile con quello sociale, di far fronte ad un debito contratto con il finanziamento concesso per l'acquisto delle proprie partecipazioni. E si osservi che ciò non solo renderebbe applicabile la sanzione della norma penale di cui all'art. 2631 c.c. che colpirebbe appunto la delibera del consiglio di amministrazione della società «target» che approvi l'operazione stessa, vale a dire il progetto di fusione non rispondente ad alcun piano di riorganizzazione aziendale, ma altresì, nelle ipotesi con conseguenze più gravi, le fattispecie di bancarotta fraudolenta di cui al n. 2 dell'art. 223 l.f., con conseguente venir meno degli stessi benefici fiscali connessi all'operazione di fusione.

In assenza di una sua giustificazione economica, ossia di reali risultati economici, l'operazione si presterebbe dunque non soltanto ad essere penalmente sanzionata dalle disposizioni di cui agli artt. 2631 c.c. e 223, n. 2 l.f. (6), ma ad essere pure giudicata fiscalmente illegittima con per-

(6) La delibera di consiglio di approvazione del progetto di fusione da sottoporre alla decisione dell'assemblea straordinaria della società chiamata a deliberare l'operazione può essere viziata da ipotesi di conflitto di interessi penalmente rilevante quante volte gli amministratori della «target» deliberino la proposta di incorporazione della propria società, patrimonialmente sana, in una «Newco» fortemente indebitata, con la possibilità perciò di affermare che siffatte circostanze determinano l'imputazione del costo dell'operazione di acquisto delle proprie partecipazioni al patrimonio della società scaturente dalla fusione; ovvero, e di fatto, al proprio stesso patrimonio «confluito» in quello della «Newco». In ipotesi siffatta la sussistenza del conflitto di interessi sarebbe infatti integrata dal fatto che gli amministratori della «target» delibererebbero una proposta di fusione che, in assenza di altri vantaggi e finalità, determinerebbe un danno certo alla propria società a vantaggio dell'incorporante, ossia di chi ha acquistato le proprie partecipazioni, senza pagarne il corrispettivo al momento dell'acquisto, per il quale ha contratto il debito. In assenza del perseguimento di altre e diverse reali finalità e della sussistenza, quindi, di vantaggi tali da controbilanciare l'assunzione del passivo patrimoniale, la delibera di approvazione del progetto di fusione sarebbe incompatibile con l'interesse sociale della società «target» ed il voto favorevole sarebbe perciò dato in situazione di conflitto di interesse.

Nell'ipotesi di insolvenza e di dichiarazione di fallimento potrebbe poi trovare concreta possibilità di applicazione la fattispecie di cui all'art. 223, 2° co., n. 2, l.f., che sanziona la condotta degli amministratori che «hanno cagionato con dolo o per effetto di operazioni dolose il fallimento della società». Se si accertasse, infatti, che l'insolvenza sia stata cagionata proprio dal forte indebitamento a cui fosse stata sottoposta la società «target» che fosse quindi stata incapace di assorbire il costo dell'operazione, pare proprio che questa sia l'ipotesi più correttamente riconoscibile come sussistente. E ciò tanto più in ragione del fatto che a siffatta disposizione è riconosciuta la funzione di norma di «chiusura» delle ipotesi di

dita, quindi, di quei benefici fiscali che rappresentano una delle ragioni fondamentali di attuazione delle operazioni stesse. E se vi è ragione di ritenere che siffatti rischi di applicazione di sanzione penale e di perdita dei benefici fiscali costituiscano «buoni» motivi per dissuadere gli operatori dal porre in essere operazioni di LMBO in assenza di reali e validi piani di riorganizzazione aziendale, idonei perciò ad «assentire» il debito, davvero non si comprenderebbe la ragione di estendere l'applicabilità del divieto penale di cui agli artt. 2358-2630, 1° co., n. 2, c.c. anche ad ipotesi non tassativamente ricomprese e quindi vietate dalla fattispecie oggettiva di quel delitto e neppure fiscalmente impedito, mentre sarebbe sufficiente la sola illegittimità fiscale a privare le operazioni stesse di ogni interesse (in ragione della perdita di quei benefici che ne costituiscono uno degli elementi essenziali) e quindi, di fatto, ad impedirle.

4. Le stesse conclusioni conservano, infine, la loro validità anche rispetto a quei rilievi mossi al fine di affermare l'illiceità civile delle operazioni di LBO per contrarietà al divieto di cui all'art. 2358 c.c., ravvisando nella fusione per incorporazione una prestazione di garanzia da parte della società le cui partecipazioni sono fatte oggetto di acquisto e non escludendo la sussistenza di un negozio in frode alla legge in violazione della stessa norma imperativa.

A tacer d'altro, al momento della fusione l'acquisto resta già perfetto; si che continua a fare difetto, con riferimento al momento della fusione, il requisito dell'antiorità del finanziamento rispetto all'acquisto.

Identicamente quanto a quell'obiezione intesa ad individuare, comunque, nella fusione una prestazione di garanzia ricomprendendo nel concetto della stessa il più «generico» rafforzamento del creditore al soddisfacimento dell'obbligazione: il creditore, ossia il finanziatore, è invero pur sempre tale rispetto all'acquirente, che è «Newco» e non «target», e dunque

bancarotta fraudolenta impropria, facendovisi rientrare la maggior parte dei reati societari non espressamente richiamati dalla norma di cui al n. 1 del capoverso, dell'art. 223 l.f., e, dunque, per quanto qui posto in evidenza, anche l'ipotesi di cui all'art. 2631 c.c. che, a siffatto titolo, potrebbe perciò essere contestata.

Potrà, infine, trovare applicazione anche la fattispecie di cui all'art. 2621 c.c. quante volte, al fine di lucrare somme non giustificate, si possa dimostrare che il prezzo pagato dalla società Newco al momento e per l'acquisto delle azioni della «target» non era reale, ma esagerato. In siffatta ipotesi, infatti, nel bilancio di fusione il costo della partecipazione sarebbe allocato all'attivo a rappresentare una posta per un valore non reale e, quindi, tale da comportare il «gonfiamento» del bilancio, consentendo, corrispondentemente, di lucrare una somma ingiustificata in ragione e per la parte superiore al valore effettivo della partecipazione.

resta confermato che la società «target» non concede alcuna garanzia per l'acquisto delle proprie partecipazioni perché l'operazione si svolge sempre tra il finanziatore e l'aspirante acquirente — ciò che appunto esclude la possibilità di violazione del divieto — e perché, ed ancora, al momento della fusione l'acquisto è già perfetto. Né pare indubbia l'effettiva possibilità, pure contestata già rispetto al divieto civilistico (7), di ricomprendere nella garanzia di cui all'art. 2358 c.c. anche l'indicata garanzia «generica» (8). Ed in verità non sembra davvero che nella condotta penalmente vietata possa mai ricomprendersi anche l'effetto «indiretto» individuato nella garanzia «generica» (ed ipotetica) rappresentata dalla fusione che «garantirebbe», appunto, l'istituzione finanziaria, nel senso di meglio assicurare le sue aspettative alla restituzione di un finanziamento che nello stesso momento della fusione è già stato concesso all'aspirante acquirente, e privo di garanzie al momento della sua concessione: una siffatta garanzia «generica», ovvero l'indicato effetto «indiretto», non è oggettivamente suscettibile di costituire la garanzia vietata nel rispetto della previsione dell'elemento oggettivo del reato.

Ed il giudizio non muta neppure rispetto alla argomentazioni addotte per sostenere la sussistenza di un negozio di frode alla legge.

La fusione non dà luogo al fatto tipico previsto dalla norma incriminatrice. Nelle operazioni in cui il piano di riorganizzazione aziendale è il reale obiettivo perseguito non vi sono obiezioni plausibili; in quelle in cui, viceversa, un siffatto piano manca, ed il debito non è «assentito», il risultato che si attribuisce perseguito dalle parti del negozio non è perfettamente coincidente con quello vietato dalla norma imperativa. Se, infatti, l'equivalenza sostanziale, già di per sé, non è tale quanto ai risultati formali giuridici del negozio — ciò che comporterebbe la contrarietà alla legge senza necessità di ricorrere al negozio in frode — potrebbe ancora risolversi in una «innocente» equivalenza economica e senza che la stessa eventuale e mera intenzione di aggiramento della norma nulla possa aggiungere — sotto il profilo della rilevanza giuridica data dal divieto in considerazione — ad un assetto di interessi che di per sé non viola alcun disposto legislativo (9) (o quantomeno non quello rispetto al quale si assuma la violazione, ossia l'elusione).

(7) Cfr. PREITE, *I merger leveraged buy-outs e gli artt. 2357 e 2358*, in *Giur. Comm.*, 1993, II, p. 124.

(8) Cfr. le affermazioni della giurisprudenza di merito penale (Gip Trib. Brescia, 1 giugno 1993, cit., p. 563) e civile (Trib. Milano, 27 ottobre 1997, Bruni c. Soc. Trenno, in *Giur. It.*, 1998, p.1440).

(9) Cfr. PUGLIESE, *Riflessioni sul negozio in frode alla legge*, in *Riv. d. comm.*, 1990,

Se, inverò, «individuata la *ratio*, si potrà considerare fraudolento, per analogia, il negozio che mette in scacco la ragione di una norma data» (10), allora non può non rilevarsi come rispetto ad operazioni rispondenti ad esigenze di rivitalizzazione e razionalizzazione in cui il debito è «assentito» siffatta ragione non è «messa in scacco»; nelle operazioni in cui ciò invece non sia, resta, in ogni caso, che se l'equivalenza fosse solo economica ovvero non fosse tale da tradire la *ratio* del divieto farebbe difetto lo stesso carattere di frode; viceversa, resterebbe manifesta la forma di interpretazione analogica *in malam partem*, posta appunto in evidenza dalla necessità di ricondurre ad una fattispecie vietata l'esito di una serie di negozi in sé perfettamente leciti. La ragione dell'art. 1344 c.c. consiste infatti proprio nell'applicazione di un divieto a fatti che di per sé non potrebbero essere ricondotti nella condotta descritta dalla norma che impone tale divieto:

p. 281. Da ricordare, inoltre, l'ormai nota sentenza della giurisprudenza civile di merito pronunciata da Trib. Milano, 13 maggio 1999 (Pres. Est. Tarantola) in *Società*, 2000, pp. 75 ss. con nota di SPOLIDORO ed in *Giur. It.*, 1999, p. 2105 ss., con nota di MONTALENTI, che ha ricondotto la liceità o meno delle operazioni in oggetto ad una indagine caso per caso della sussistenza o meno dell'intento elusivo, statuendo, pur con riguardo ad un'ipotesi di *reverse merger*, che non è configurabile un negozio in frode alla legge con riferimento ad una fusione deliberata nell'ambito di un LBO fra la società acquirente e l'acquisita se, al momento in cui il negozio è sorto, «sussistevano concrete ragioni imprenditoriali che lo giustificavano». Il vantaggio che l'acquirente si propone di raggiungere, ed individuato nello scopo di acquisire senza spesa azioni della società «target», non sarebbe infatti di per sé illecito; ed anzi, rientrerebbe nelle finalità di lucro della grande impresa. Diventerebbe, quindi, illecito «nel caso sia l'unico scopo dell'operazione e si ponga in contrasto con l'interesse del gruppo e della società direttamente interessata all'operazione». Non è, perciò, fraudolenta un'operazione, come quella oggetto del giudizio, perché ritenuta sorretta da «un progetto industriale proiettato verso il futuro in un'attività compatibile e sinergica in grado di generare cash flow consistenti»: un progetto che non presentando «motivi di assoluta irragionevolezza», si sottrae comunque ad «un giudizio di opportunità» che «non può essere certo demandato al giudice, dovendo essere riservato alla sfera della discrezionalità di impresa». In proposito non si è peraltro mancato di osservare (MONTALENTI, cit.) che il progetto industriale dovrebbe «essere inserito in un piano finanziario equilibrato, sorretto da un significativo apporto di mezzi propri, idoneo ad escludere che l'obiettivo primario dell'operazione consista nell'utilizzare il patrimonio della società target per ripianare il debito».

Da ultimo, merita segnalare che nella proposta di legge presentata il 10 febbraio 2000 su iniziativa dei deputati Veltroni ed altri (*Delega al Governo per la riforma della disciplina delle società di capitali e cooperative*, in questa *Rivista*, 2000, p. 91ss.), nelle disposizioni transitorie e finali, l'art. 19 (*norme interpretative*), al suo secondo comma, recita: «Le fusioni fra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie».

(10) SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 1995, p. 386.

ciò integra in modo scolastico la forma classica dell'interpretazione analogica *in malam partem*. D'altra parte anche ad accreditare il richiamo al bene giuridico protetto come strumento di interpretazione (o modo di interpretazione teleologica), è certo che un siffatto strumento ermeneutico può operare esclusivamente all'interno dei limiti insuperabili determinati dalla descrizione tipica del fatto punibile; con la conseguenza che il passaggio del debito di una società al patrimonio di un'altra è il semplice effetto della compenetrazione dei patrimoni che costituisce la causa della fusione; così come è altrettanto certo che il requisito teleologico dell'anteriorità del finanziamento (nella forma del prestito o della garanzia) rispetto all'acquisto delle partecipazioni non può, in forza di categorie quali il negozio in frode alla legge, essere «superato» senza, per ciò stesso, ampliare l'ambito di applicabilità del divieto penale oltre i limiti non valicabili imposti dalla sua descrizione tipica.



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del SACRO CUORE

## Sistema bibliotecario e documentale

my Libr@ry

→ BiblioCHAT → HOME → AIUTO → NUOVA RICERCA

Nuova ricerca  Richiedi / Prenota  Esporta  Ritorna all'elenco  Modifica la ricerca  Records simili per soggetto  Altra ricerca

Parole chiave di base  Tutto il Catalogo UCSC

Limita la ricerca alle copie disponibili

Forse cercavi rivista delle società? [Altro](#)

342 risultati trovati. Ordinati per rilevanza | data | titolo.

(Ricerche effettuate)

Visualizza Record:  Precedente  Successivo

### Titolo Rivista delle società.

**Pubblicazione** Milano : Giuffrè, 1956-

**Periodicità del seriale corr.** Bimestrale

**Numerazione del seriale** Anno 1, fasc. 1 (gen.-feb. 1956)-

**Nota** Affiancata dalla banca dati su CD-ROM con il titolo: **Rivista delle società**, che riproduce fedelmente i contenuti dell'edizione cartacea.

**Soggetto** Società (Diritto e economia) -- Periodici.  
Economia -- Diritto -- Periodici.

**Disponibile in altra forma:** Rivista delle società (Online)

**ISSN** 0035-6018

More info

Per eventuali informazioni addizionali utilizza le seguenti risorse (oppure fai click sul bottone **MORE INFO**):

Cerca riferimenti per *Rivista delle società*. in Google Scholar

<b>Ubicazione</b>	Bibl. Scienze Giuridiche 4 p.- Milano
<b>Posseduto</b>	Vol. 1(1956)-, INDICI: v. 1/25(1956/1980).
<b>Ultima annata in:</b>	Sala riviste
<b>Casella</b>	MSP-U-1565
<b>Collocazione</b>	PER-MI-003620
<b>Nota</b>	Fino al 2008 posseduta anche copia in CD-ROM
<b>Ultimi ricevimenti:</b>	Novembre- Dicembre 2016 a.61 fasc.6
<b>Ubicazione</b>	Sala Giurisprudenza - Piacenza
<b>Posseduto</b>	Vol.1(1956)-vol.15(1970); vol.18(1973)-
<b>Collocazione</b>	PER-PC-2386
<b>Nota</b>	Alcune annate donate dal Prof. Luigi Mengoni.
<b>Ultimi ricevimenti:</b>	Gennaio- Febbraio 2016 v.61 no.1
<b>Ubicazione</b>	Deposito, Piano seminterrato - Cremona
<b>Posseduto</b>	Vol.25(1980)-vol.39(1994); vol.40,nn.1-5/6(1995); vol.41(1996); vol.42,nn.1-3,5/6(1997); vol.43(1998)-vol.44(1999); vol.45,nn.1-5(2000); indice dal 1992 al 1999.
<b>Collocazione</b>	PER-CR-DI-362.01
<b>Nota</b>	I fascicoli dal 1980 al 2000 sono stati donati dal centro studi della Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza

Ubicazione	Collocazione	Stato	Note
Milano	PER-MI-003620 1973 a. 18	-	A RILEGARE
Milano	PER-MI-003620 1970 a. 15 [TOMO 2]	-	A RILEGARE
Milano	PER-MI-003620 1963 a. 8	-	A RILEGARE
Milano	PER-MI-003620 1962 a. 7 [TOMO 1]	-	A RILEGARE
Milano	PER-MI-003620 1956 a. 1 [TOMO 1]	-	A RILEGARE
Bibl. Scienze Giuridiche 4 p.- Milano	PER-MI-003620 2015 a. 60 [TOMO 2]	-	SCAFFALE APERTO - Consultazione in Loco
Bibl. Scienze Giuridiche 4 p.- Milano	PER-MI-003620 2015 a. 60 [TOMO 1]	-	SCAFFALE APERTO - Consultazione in Loco