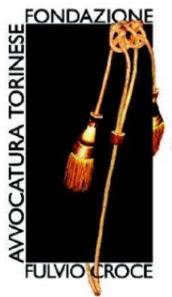


Il contratto spiegato dagli avvocati ai commercialisti

Edizione 2018

Torino, 14 novembre 2018



La vendita di partecipazioni sociali

- Il prezzo e i meccanismi di aggiustamento
- Allocazione dei rischi e gestione dell'*interim period*
- Tipologia e disciplina delle garanzie convenzionali e delle clausole di indennizzo. Strumenti di gestione del rischio.

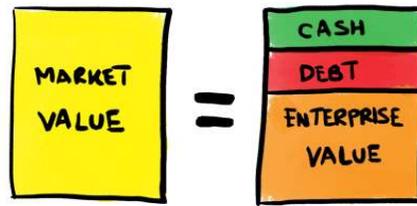
avv. Carlo Re

Determinazione del prezzo

- Parametri più frequentemente utilizzati: PFN e capitale circolante, EBITDA
- Dati di partenza possibilmente *auditati*
- Dati *pro forma* nella dismissione di rami d'azienda
- *Earn out*



HP 1: il contratto prevede un *enterprise value (cash/debt free)*



- Al *closing* si paga un prezzo provvisorio basato su conti «provvisori» forniti dal venditore.
- Post *closing* verrà redatta una situazione patrimoniale al *closing* e si effettueranno i relativi conguagli.
- Le controversie verranno risolte da un terzo indipendente che agirà quale arbitratore ai sensi dell'art. 1349 cod. civ. (perizia contrattuale).

HP 2: il contratto prevede un prezzo per *l'equity (locked box)*



- Il contratto prevede un prezzo per *l'equity* ad una data di riferimento.
- A tutela dell'acquirente vengono previste apposite clausole che vietano al venditore di effettuare operazioni (*leakage*) che possano depauperare il valore della società durante il *locked box period*, che va dalla data di riferimento alla data del *closing*.
- Obbligo di comunicazione dei *leakages* e verifica *post closing*.

QUANDO SI PREFERISCE FISSARE IL PREZZO PER L'EQUITY

- in ottica di definizione di esigenze di *funding*
- affidabilità dei dati contabili e conoscenza della Target
- fiducia nel *management*

QUANDO SI PREFERISCE BASARSI SULL' ENTERPRISE VALUE

- poca conoscenza della Target
- lungo *interim period*
- rischio volatilità del mercato (gestibile)
- riorganizzazione del perimetro di acquisizione tra *signing* e *closing*

Obblighi informativi del venditore verso l'acquirente, relativamente a:

- circostanze straordinarie relativamente alla situazione operativa, economica e patrimoniale della Target;
- circostanze da cui possono sorgere inadempimenti alle dichiarazioni, garanzie e impegni contenuti nel contratto;
- eventuali fattispecie tipiche dell'operazione.

Interim period: obblighi gestionali

È consentita la gestione ordinaria: «*la società dovrà essere gestita secondo criteri di normale e prudente gestione, in conformità alla prassi sinora intercorsa*». Gli accordi relativi alla gestione dell'*interim period* possono avere rilevanza quali patti parasociali.



Non è consentito porre in essere determinate operazioni, ad esempio:

- (i) effettuare, in qualunque forma, distribuzioni di utili o riserve;
- (ii) convocare assemblee o altre forme di iniziativa societaria volte a deliberare aumenti di capitale, emissione di prestiti obbligazionari, proposte di modifiche statutarie, nomina e revoca di amministratori;
- (iii) transigere contenziosi;
- (iv) modificare contratti rilevanti in essere con i clienti e fornitori;
- (v) (...).



Violazione di queste obbligazioni contrattuali: rimedi del recesso (*pre-closing*) e del risarcimento.

- I. Allocations del rischio: le clausole «*hell or high waters*»
- II. *Disclosure* in relazione a società quotate; aspetti MAR (Reg. UE 596/2014)
- III. *Non Disclosure Agreements e Clean Team*

I. Le clausole «*hell or high waters*»

Le parti possono decidere in via pattizia – in pendenza della condizione sospensiva – di allocare diversamente il rischio derivante da eventi di forza maggiore che graverebbe sul **venditore**.

Le clausole «*hell or high waters*» producono l'effetto di obbligare comunque **l'acquirente** ad acquistare la partecipazione sociale. Sono usate tipicamente nel settore regolamentare.



II. MAR e informazioni privilegiate

È possibile informare in modo selettivo soggetti terzi, a condizione che vi sia:

- un obbligo di riservatezza (*non disclosure agreement* – NDA);
- un rapporto giustificativo;
- misure organizzative idonee a segregare l'informazione privilegiata (artt. 10(1) e 17(8) MAR e Linee Guida Consob, ottobre 2017, par. 6.5.6).



III. *Non disclosure agreements e clean team*

Il NDA consente di derogare al generale divieto di asimmetria informativa tra gli operatori al fine di consentire l'esistenza stessa di un *interim period* necessario alle parti per conoscersi e valutare l'operazione.



Il *clean team* è composto da soggetti tenuti ad un obbligo di riservatezza e viene costituito per rispettare la normativa anticoncorrenziale che vieta lo scambio di informazioni sensibili (prezzi, condizioni commerciali di vendita e acquisto, strategia di *marketing* e dati relativi alla clientela) tra concorrenti: non possono fare parte del *clean team* i soggetti che svolgono attività inerenti la definizione della politica commerciale.



Si suddividono in due macro-categorie:

- **legal warranties:** il venditore presta garanzia riguardo alla proprietà (garanzia da evizione) e alla libera trasferibilità della partecipazione; queste garanzie riguardano il bene «diretto» oggetto della compravendita.
- **business warranties:** il venditore assicura che il patrimonio della società abbia una certa consistenza qualitativa e quantitativa.

Le *business warranties* incidendo sulla solidità economica e sulla produttività della società e, quindi, sul valore delle azioni **integrano la mancanza delle qualità** essenziali della cosa (Corte di Cassazione, 12 giugno 2008 n. 15706) e, pertanto, si applica il **termine di prescrizione annuale**.



Le *business warranties* hanno ad oggetto **obbligazioni accessorie** volte a garantire l'esito economico dell'operazione e, pertanto, **non rientrano nella garanzia legale relativa alla mancanza delle qualità promesse** della cosa venduta (di cui al combinato disposto ex art. 1497-1495 cod. civ.) bensì sono integralmente soggette all'autonomia contrattuale (Corte di Cassazione, 24 luglio 2014 n. 16963 e più recentemente, anche nella giurisprudenza di merito; nello stesso senso la dottrina prevalente e la giustizia arbitrale) e, pertanto, **non si applica il termine di prescrizione annuale** previsto dagli articoli del codice sopra richiamati.

- Le *indemnity clauses* hanno la funzione di disciplinare le conseguenze e le obbligazioni del venditore in caso di violazione delle dichiarazioni e garanzie pattuite.
- Si possono prevedere anche *indemnities* specifiche in relazione a determinati settori del *business* (es. ambientale, giuslavoristico, assicurativo, etc...).



Le garanzie di pagamento per l'acquirente

- fidejussione
- deposito cauzionale (*escrow*)
- garanzie reali
- *vendor loan*



Limitazioni al pagamento per il venditore

- *cap*
- *de minimis*
- franchigia (assoluta e relativa)
- *disclosure letter*
- altri (e.g. fondi rischi, indennizzi assicurativi, etc...)



Procedura

1. obbligo di comunicazione della richiesta del terzo al venditore;
2. diritto del venditore di decidere se intervenire nella difesa;
3. obbligo dell'acquirente di informativa periodica al venditore (se non intervenuto);
4. diritto del venditore di affiancare i propri legali (se intervenuto);
5. diritto dell'acquirente di addivenire a una definizione transattiva o previo consenso del venditore.

Le polizze assicurative W&I – «*Warranty & Indemnity*»



Seller side: stipulate dal venditore per farsi rifondere i pagamenti effettuati a favore dell'acquirente per inesattezza delle dichiarazioni e garanzie.

Buyer side: stipulate dall'acquirente per essere indennizzato direttamente dalla compagnia di assicurazione. In tale caso: l'indennizzo del danno sotto il *cap* (limite di responsabilità massimo) indicato nello SPA rimane a carico del venditore (*retainer*); l'indennizzo del danno sopra il *cap* è - per la differenza - a carico della compagnia di assicurazione.

Le polizze assicurative W&I – «*Warranty & Indemnity*»



Limiti alla copertura assicurativa:

- dolo e/o colpa grave;
- garanzie ampie e generiche o su materie specifiche (ad esempio problematiche ambientali);
- informazioni contenute nei *due diligence reports*.

Via Monte di Pietà, 15
20121 Milano
T. +39 02 30305.1
F. +39 02 30305.333

Corso Guglielmo Marconi, 10
10125 Torino
T. +39 011 22777.1
F. +39 011 22777.33

Piazzale delle Belle Arti, 8
00196 Roma
T. +39 06 452186.1
F. +39 06 452186.33

www.pedersoli.it

Seguici

