

Le best practice nei contratti di acquisizione

di Valter Conca, Mauro Locatelli*



Le evidenze empiriche mostrano che i processi di acquisizione avvengono a ondate: crescite e pause si susseguono inevitabilmente con ritmi asincroni nei vari comparti economici. Il mercato italiano riflette le tendenze evolutive in atto a livello internazionale e si colloca, per frequenza e grado di importanza delle operazioni effettuate, tra i principali soggetti attivi dei sistemi industriali più evoluti.

La crescita del mercato del M&A in Italia è ormai un dato di fatto, giustificato dai volumi, dal grado di organizzazione e dalle modalità operative presenti sul mercato. Le Figure 1 e 2 danno chiara contezza dell'importanza di un fenomeno che accomuna imprese, advisor e professionisti (1).

Come è noto, i processi di acquisizione sono strutturati in fasi successive:

- l'analisi e la valutazione dell'opzione strategica;
- l'individuazione e la valutazione del target;
- la negoziazione e la *due diligence*;
- il contratto definitivo (*Sale Purchase Agreement - SPA*);
- il *closing* (2).

Il processo che porta alla decisione finale è assai complesso e articolato soprattutto quando, nella fase finale di negoziazione e nella conclusione definitiva dell'accordo, si entra nel merito della traduzione pra-

* **Valter Conca** è Senior Professor di Corporate Finance e Direttore del Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita presso SDA Bocconi School of Management.

Mauro Locatelli Ricercatore presso l'Osservatorio Private Equity & Finanza per la Crescita presso SDA Bocconi School of Management, Cultore della materia di Diritto Commerciale all'Università di Bergamo e Name partner della Locatelli&Partners.

© Egea SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

tica degli accordi verbali, cioè nel *Sale Purchase Agreement - SPA*, il contratto finale che obbliga le parti a disciplinare i termini operativi dell'operazione (3).

La natura e la numerosità delle clausole qui contenute nascondono una serie di insidie (i cosiddetti *deal breaker*), momenti nei quali gli interessi del compratore e del venditore non trovano, nella stesura dei termini contrattuali definitivi, un sostanziale equilibrio: ne deriva che il rischio che l'operazione non si chiuda è sempre dietro l'angolo.

LA STRUTTURA DELLA RICERCA

La ricerca (4) è finalizzata a tracciare una mappa della prassi di mercato nella stesura dello SPA, con l'obiettivo di fornire una base scientifica e statisticamente significativa delle pratiche in uso e delle conseguenti risultanze negoziali.

La complessità delle situazioni di riferimento e delle variabili in gioco necessita, oggi più che mai, di un

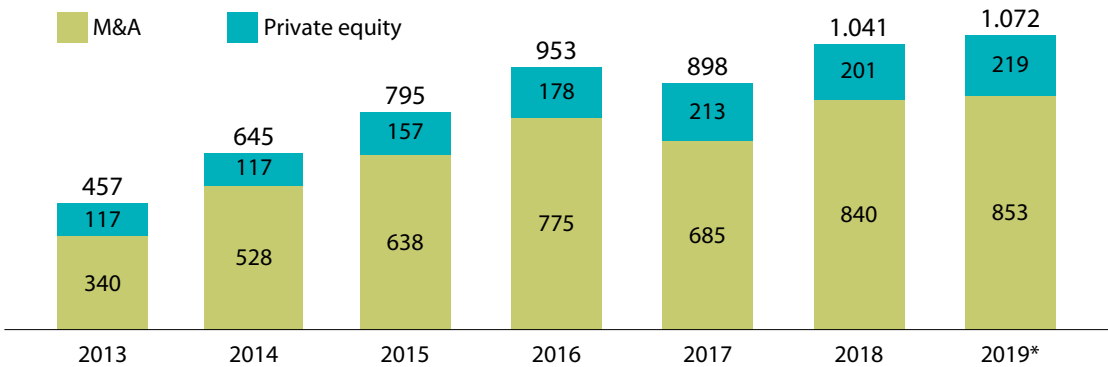
orientamento metodologico nel definire i criteri e le regole che devono essere rispettati per il buon esito di un progetto così sfidante e determinante ai fini della creazione di valore.

Seguendo l'esperienza di studi effettuati sul mercato americano, il lavoro si prefigge di descrivere la struttura tipica di un contratto di acquisizione, le clausole principali e le *best practice* di traduzione operativa delle clausole in un campione statisticamente significativo di acquisizioni riferite sia a un contesto *corporate* sia a uno di *private equity*.

Al di là dell'interesse dei professionisti che presidiano questo mercato, la ricerca è particolarmente utile al *management* poiché colma colmare il gap conoscitivo tipico di chi non ha una esperienza pregressa di negoziazione, come accade per tutte le PMI che affrontano per la prima volta una acquisizione.

L'analisi che segue vuole rispondere alle seguenti *question research*, ritenute di particolare criticità (5):

FIGURA 1 | IL TREND DI MERCATO: NUMERO DI ACQUISIZIONI (2013-2019)



* dati 2019 prime stime - Fonte: Osservatorio Private Equity & Finanza per la Crescita.

FIGURA 2 | IL TREND DI MERCATO: VALORE DELLE TRANSAZIONI

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Somma dei prezzi pagati pro quota (€bn)	34,1	57,0	60,6	79,3	53,0	100,7	52,7
Media (€mln)	103,1	122,0	124,7	142,1	80,4	218,0	140,9
Mediana (€mln)	14,0	20,9	22,8	16,3	15,5	20,5	25,0

*Dati 2019: prime stime - Fonte Osservatorio Private Equity & Finanza per la Crescita.

- quali sono le motivazioni e quali i tempi della negoziazione?
- quali strumenti vengono utilizzati per la clausola di aggiustamento del prezzo?
- quale parte del prezzo di una acquisizione è effettivamente soggetta a *earn-out*?
- quali sono le tipiche garanzie richieste e come vengono negoziate?

IL SALE AND PURCHASE AGREEMENT

Il *Sale and Purchase Agreement* o *Share Purchase Agreement* è un contratto di matrice anglosassone che disciplina la compravendita di partecipazioni societarie. Mediante la sottoscrizione di un SPA, una parte (venditore o *seller*) si impegna a trasferire alla controparte (acquirente o *buyer*), la quale a sua volta si impegna ad acquistare, la proprietà di azioni o quote societarie a fronte di un corrispettivo, monetario o no, determinato o determinabile (il prezzo o *purchase price*). La fattispecie contrattuale del SPA è oggi lo strumento più comunemente utilizzato nella prassi internazionale per le operazioni di M&A e di private equity (PE).

La ricerca ha previsto la formulazione e la costruzione di un dataset, suddiviso in 8 campi di analisi (macro-categorie) in base alle quali sono stati clusterizzati i contratti ricevuti. In particolare, si è voluto focalizzare l'attenzione sulle variabili relative alle modalità di determinazione del prezzo, alla ripartizione del rischio della transazione tra le varie parti, alla determinazione delle garanzie contrattuali e alle eventuali richieste di indennizzo.

L'analisi ha riguardato le seguenti macro-categorie:

- generali;
- *purchase price adjustment (PPA)*;
- clausole di *locked box*;
- *interim management*;
- *representation & warranties*;
- *escrow*;
- indennizzi;
- miscellanee.

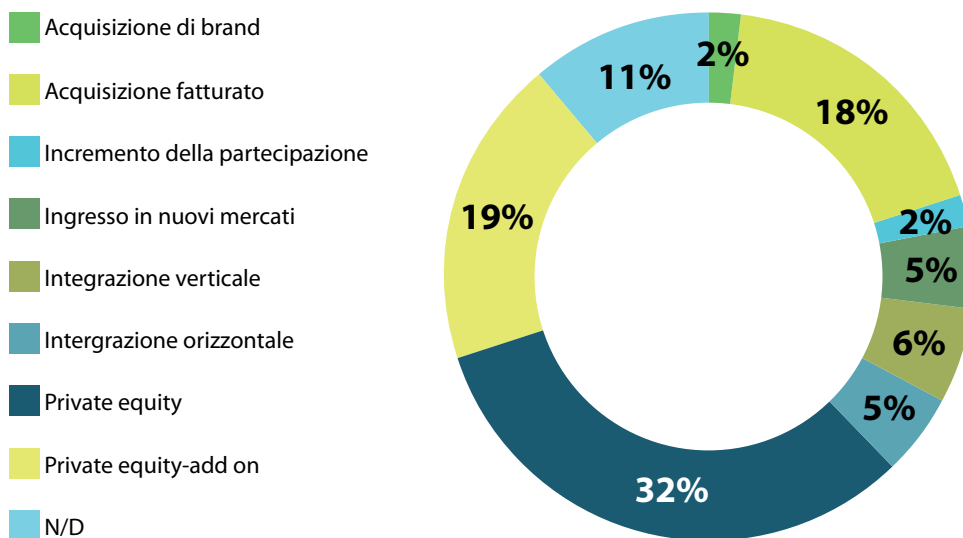
Il campione oggetto di studio è composto da 111 contratti SPA relativi a *deal* conclusi nell'arco di tempo che si estende dal 1° gennaio 2016 fino al 30 giugno 2018, riguardanti la compravendita di partecipazioni societarie (M&A e private equity) perfezionate nel mercato italiano.

Le operazioni riguardano società private, ovvero non quotate, per la maggior parte appartenenti al segmento di mercato delle PMI italiane (*mid-market*). Nel campione analizzato, le operazioni con compratore industriale rappresentano il 46 per cento del totale, mentre le operazioni caratterizzate da compratore istituzionale (fondi di PE) costituiscono il 54 per cento del campione, incluse le cosiddette operazioni di *add on* attuate dalle società *venture backed*.

MOTIVAZIONI, MODALITÀ E TEMPI DI NEGOZIAZIONE

L'analisi delle motivazioni trova una giustificazione poiché i differenti obiettivi dell'acquisizione influenzano significativamente la presenza e l'applicazione delle singole clausole.

FIGURA 3 | LE MOTIVAZIONI STRATEGICHE DELLA COMPRAVENDITA DI PARTECIPAZIONI SOCIETARIE



Come esposto in Figura 3, più del 50 per cento del campione si riferisce a operazioni di PE concluse sia come prima acquisizione (32 per cento) sia come *add-on* successivo (19 per cento).

Le operazioni *core to core*, ovvero quelle in cui gli acquirenti sono esse stesse società operative, sono contraddistinte da motivazioni strategiche che si riferiscono prevalentemente a strategie di espansione o di rafforzamento del business.

Le modalità di negoziazione più frequenti sono gestite in *private placement* (73 per cento) mentre solo il 27 per cento è concluso mediante asta competitiva, particolarmente gradita nelle acquisizioni di PE.

Per quanto concerne la durata della trattativa, oltre la metà del campione (il 55 per cento) si conclude in 4-6 mesi, un terzo circa (il 32 per cento) da 7 a 12 mesi, solo il 13 per cento viene portato a termine entro 3 mesi.

I MECCANISMI DI AGGIUSTAMENTO DEL PREZZO

Il tema del prezzo è certamente uno dei punti cardine nella negoziazione dello SPA, non a caso la durata media della trattativa supera in genere i sei mesi e presenta più volte momenti in cui le controparti rischiano di interrompere il dialogo. La criticità deriva dalla presenza di un significativo intervallo temporale tra la data di determinazione del valore-prezzo e il momento del *closing*, distanza che può influenzare la variazione dei valori in campo (6).

Per rispondere a tale criticità la prassi si è orientata verso tre soluzioni che disciplinano differenti modalità di fissazione del prezzo (7).

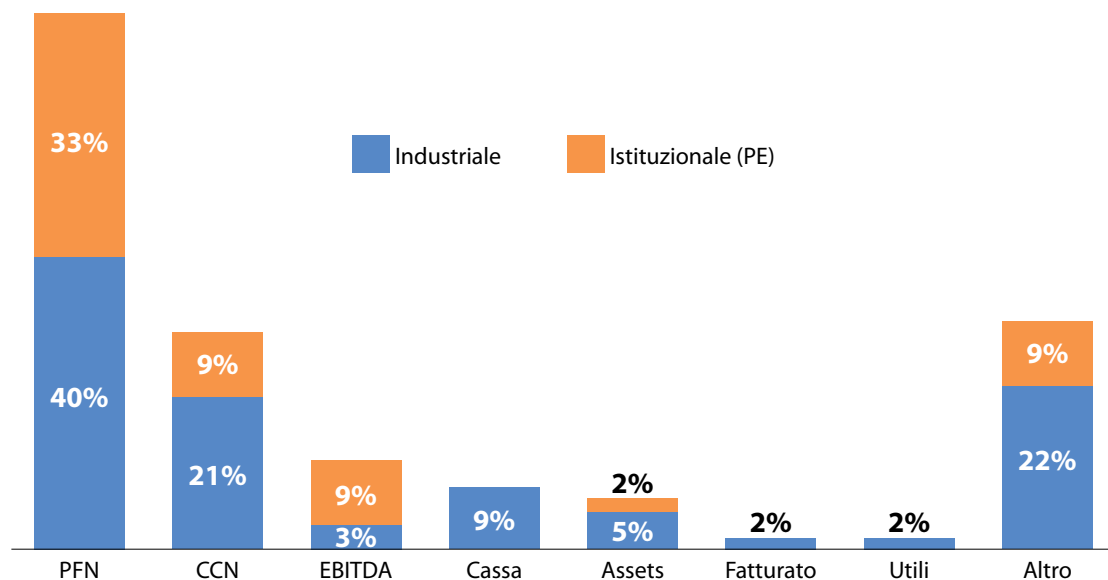
Le parti potranno alternativamente, o anche in maniera contestuale, scegliere di utilizzare:

- le clausole di aggiustamento prezzo (*Purchase Price Adjustment*);
- le clausole di *earn-out*;
- il meccanismo del *locked-box*.

Il *Purchase Price Adjustment (PPA)* prevede che le parti fissino un prezzo di acquisto preliminare, detto prezzo base, il quale sarà poi soggetto alle rettifiche contrattualmente stabilite. L'*earn-out* è un insieme di clausole che vincolano una parte del prezzo alle performance future della *target*, prezzo che viene quindi rideterminato successivamente alla data del *closing*. Nella *locked-box* le parti fissano un prezzo, di solito calcolato a una data di bilancio prestabilita, il quale rimarrà fisso e imm modificabile fino al *closing*. A tutela delle parti, è previsto l'inserimento di clausole che limitino eventuali comportamenti opportunistici, detti *covenants no leakage*, ovvero clausole che impediscono al venditore di estrarre valore.

La principale differenza tra *price adjustment* ed *earn-out* è essenzialmente legata alla tempistica relativa alla determinazione della componente variabile del prezzo: il primo metodo prevede che il calcolo della parte variabile del prezzo venga effettuato al *closing*, mentre il secondo rimanda le valutazioni a una data successiva al trasferimento delle partecipazioni. Entrambe le tecniche appena descritte differiscono dalla tecnica del *locked-box* per il fatto di correlare una parte del prezzo a delle variabili future, di cui non è possibile determinare con certezza il valore *ex-ante*.

FIGURA 4 | LE VARIABILI DI AGGIUSTAMENTO DEL PREZZO



IL PURCHASE PRICE ADJUSTMENT

In base alle analisi effettuate, si è rilevato che il meccanismo del *Purchase Price Adjustment* (prezzo base preliminare soggetto a rettifiche contrattuali) è utilizzato nel 53 per cento del totale delle osservazioni, dove i tassi di utilizzo sono più frequenti quando il *buyer* è industriale (69 per cento del totale del campione) mentre, isolando i casi in cui il *buyer* sia un fondo di PE, il meccanismo di aggiustamento prezzo è utilizzato nel 40 per cento dei *deal* analizzati.

Le indagini evidenziano le quattro variabili utilizzate con maggiore frequenza per la definizione dell'esistenza e dell'ammontare delle *adjustment clause*:

- Posizione Finanziaria Netta - PFN;
- Capitale Circolante Netto - CCN (*working capital*);
- EBITDA (*Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization*);
- cassa netta disponibile.

Come si evince nella Figura 4, sul mercato italiano la PFN è la variabile più utilizzata per la determinazione degli aggiustamenti di prezzo. Per quanto riguarda la variabile rappresentata dal CCN, essa determina gli aggiustamenti di prezzo prevalentemente nelle operazioni core to core, e anche nel PE solo quando si tratta di aziende industriali dove il valore del CCN subisce fenomeni di stagionalità legate al ciclo operativo, oppure alla natura delle commesse pluriennali. Infine, si registra un utilizzo comune della classica variabile reddituale dell'EBITDA, costantemente all'attenzione degli operatori PE.

LA SCOMMESSA DEL SELLER E DEL BUYER

L'*earn-out* è un meccanismo di aggiustamento del prezzo con il quale si prevede che una componente, eventuale e differita del prezzo, dipenda dal raggiungimento di predeterminati obiettivi di performance del business della target, nel periodo successivo al *closing* (8). Come evidenziato in Figura 5, l'*earn-out* è previsto nel 23 per cento delle osservazioni, circa un quarto del campione.

Se le parti decidono di strutturare l'accordo adottando la clausola dell'*earn-out*, è importante stabilirne con certezza:

- la durata del periodo di riferimento (*reference period*);
- la percentuale di prezzo che dipende dalle variabili individuate;
- la specifica degli elementi contabili che compongono il livello dell'EBITDA.

Il periodo nel quale maturano gli *earn-out* si protrae, per circa la metà dei casi (48 per cento), per un lasso di tempo non superiore a un anno (Figura 6).

L'*earn-out* è previsto soprattutto quando il *buyer* è di natura istituzionale (PE) o quando, anche in operazioni industriali, la target viene gestita ancora dai vecchi soci. Nelle operazioni con *buyer* industriale, il *reference period* mediamente è più esteso rispetto alle operazioni di PE. Le variabili di riferimento prese in esame per il calcolo degli *earn-out* sono di natura reddituale o finanziaria. Il 68 per cento delle operazioni prevede l'utilizzo dell'EBITDA o dell'EBIT come variabile di riferimento (con una forte predominanza del primo

FIGURA 5 | ESISTENZA DELL' EARN-OUT

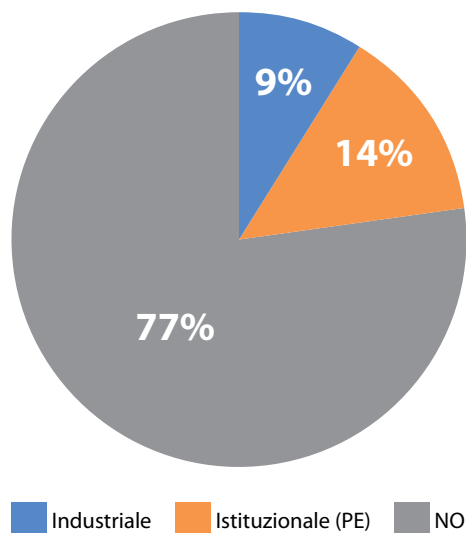
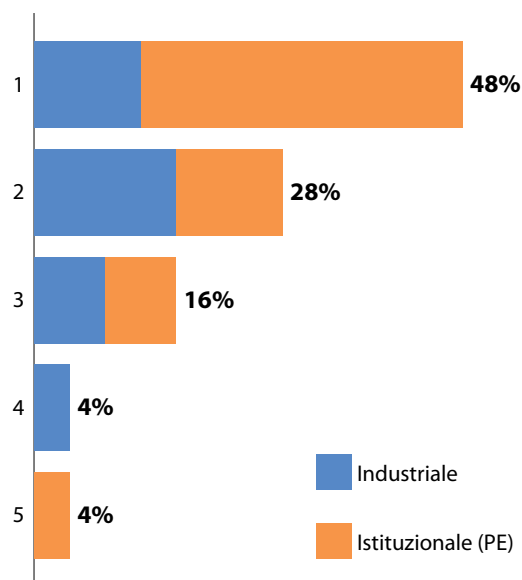


FIGURA 6 | LA DURATA DELL'EARN OUT (IN ANNI)



rispetto al secondo), particolarmente utilizzata dagli operatori di PE, mentre marginali sono le componenti *cash flow* operativo - FCFO e fatturato, utilizzate rispettivamente nel 16 per cento e 12 per cento dei casi.

UN PREZZO «VISTO, PIACIUTO E REGOLAMENTATO»

Il meccanismo della *locked-box* prevede che le parti si accordino su un prezzo fisso, non soggetto ad aggiustamenti post-*closing*. Tale prezzo è calcolato sulla base della situazione contabile della target (*locked-box accounts*) riferita a una data di bilancio anteriore al *signing*, detta *locked-box date*. Il prezzo sarà definitivo e immodificabile alla data del *signing* e del *closing*, e non sarà possibile effettuare ulteriori aggiustamenti.

Le evidenze empiriche mostrano che il meccanismo del *locked-box* è utilizzato in più di un terzo dei casi (38 per cento del campione). Rispetto alla tecnica del PPA è quindi meno popolare, ma comunque abbastanza diffuso. Come già osservato, il compratore per tutelarsi potrà pretendere in sede negoziale che l'inserimento di clausole che vietino al venditore di adottare comportamenti che possano provocare perdite di valore. Tali clausole, dette *covenants no leakage*, obbligano il venditore dalla *locked-box date* fino alla data del *closing* ad astenersi dall'effettuare estrazioni di valore dalla società target, le quali potrebbero alterarne sensibilmente il valore delle azioni rispetto a quello concordato. La Figura 7 riporta alcuni esempi di *covenants no leakage* più ricorrenti nel campione oggetto di analisi.

LE CONDIZIONI SOSPENSIVE

La definizione di condizioni sospensive contempla non solo gli eventi futuri e incerti rilevanti per l'efficacia del contratto e i presupposti di validità del contratto, ma anche le obbligazioni da adempiersi fra le parti entro una certa data (9).

La condizione sospensiva è un elemento accidentale il cui inserimento nel contratto è di esclusiva discrezione delle parti; gli effetti prodotti dalle pattuizioni contrattuali sono vincolati al verificarsi delle condizioni previste, entro un termine prefissato.

È interessante notare che le condizioni sospensive (Figura 8) godono di ampia e diffusa applicazione con un tasso di utilizzo dell'80 per cento dell'intero campione, sia per le operazioni di M&A sia di PE.

Un esempio frequente riguarda la possibilità delle parti di tutelarsi attraverso l'inserimento delle clausole *Material Adverse Clauses* - *MAC* per proteggersi da avvenimenti straordinari e particolarmente negativi e pregiudizievoli per il buon esito dell'operazione da essere espressamente indicati; tali eventi devono comportare risvolti eccezionali rispetto alle normali pattuizioni dell'accordo (*Material Adverse Events*).

Nello specifico si tratta di gravi crisi finanziarie, guerre, pestilenze, grave peggioramento delle condizioni macroeconomiche o del settore di riferimento. La gravità delle conseguenze che l'evento potrebbe prevedere la possibilità di recedere dal contratto stesso e da tutte le obbligazioni che esso comporta.

Tali clausole possono essere riportate quali condizio-

FIGURA 7 | TIPOLOGIA DI COVENANTS NO LEAKAGE

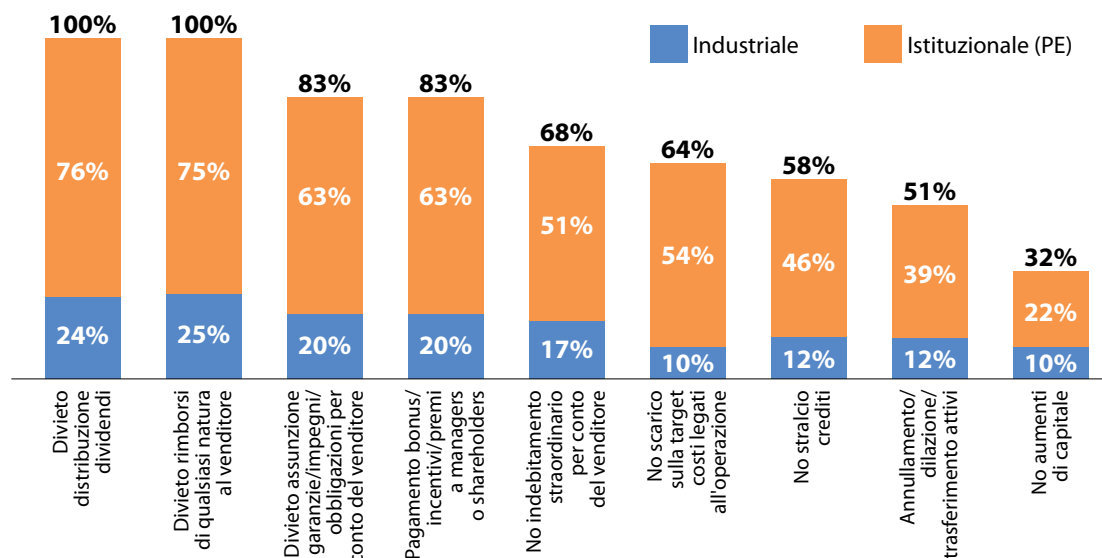
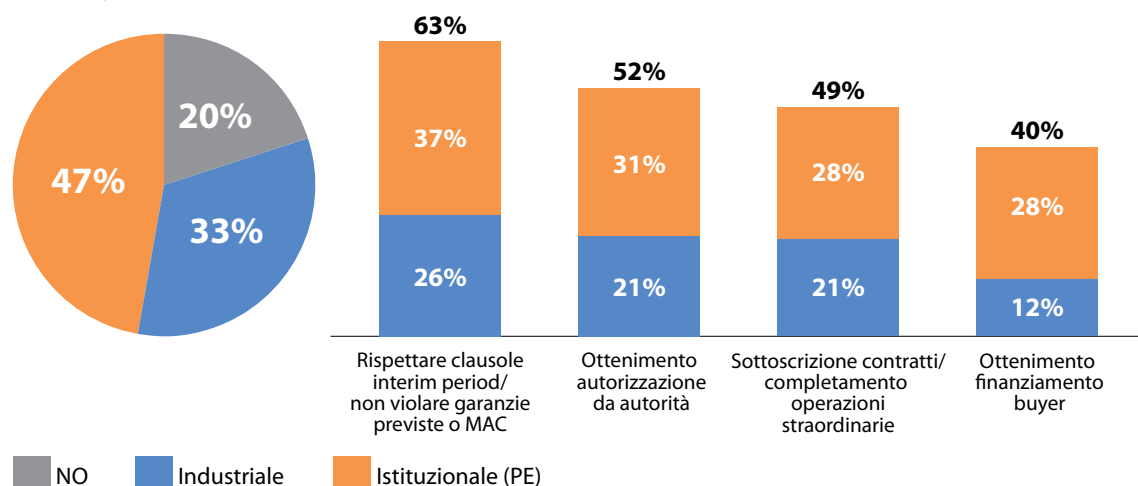


FIGURA 8 | LE CONDIZIONI SOSPENSIVE



Il punto di vista legale: le clausole di *sandbagging* nella prassi italiana dei contratti di acquisizione

di A. Depanfilis, Russo De Rosa Associati

Le previsioni negoziali volte a disciplinare il *sandbagging* nascono nel mondo anglosassone, per poi, solo successivamente e in anni recenti, essere mutate nella prassi italiana. Il termine *sandbagging* disciplina l'atteggiamento dell'acquirente, il quale ambirebbe a usare le informazioni acquisite pre-closing in relazione alla target senza che da ciò possa derivargli alcuna forma di limitazione ai suoi diritti di indennizzo post-closing dove l'acquirente quindi tende a trincerarsi dietro la conoscenza acquisita in fase di due diligence. L'attuale prassi anglosassone prevede, oltre alle già citate previsioni *pro-sandbagging*, che sono ovviamente pro-acquirente, clausole di contenuto radicalmente opposto, ovvero a tutela del venditore, come le anti-sandbagging clause (che espressamente escludono la possibilità dell'acquirente di attivare rimedi post-closing in relazione ad aspetti già oggetto di disclosure in fase negoziale), ovvero le cosiddette representation by buyer (clausole con le quali è lo stesso acquirente a dichiarare che all'esito della due diligence non ha riscontrato criticità che possano comportare un'immediata attivazione di rimedi di indennizzo post-closing). Le clausole di anti-sandbagging maggiormente utilizzate nella prassi sono quelle «piene», dove la natura esimente viene indiscriminatamente estesa a tutto il materiale informativo esaminato dall'acquirente in fase negoziale. Si tratta di clausole che, per l'eccessiva genericità e per il palese difetto di tassatività, si prestano a essere molto pericolose per entrambe le parti. Per l'acquirente rischiano di costituire un ostacolo insormontabile alla formulazione di un claim post-closing, con l'effetto paradossale di far sì che la due diligence diventi uno strumento difensivo del venditore (per esempio, più saranno le informazioni e criticità condivise, più vi sarà la possibilità del venditore di eccepire la conoscenza o quantomeno la conoscibilità della problematica emersa post-closing). Per il venditore, invece, una clausola anti-sandbagging che non individui con certezza la specifica criticità che si vuole escludere dal novero delle garanzie, rischia di non produrre l'effetto esimente da esso voluto. Volendo trarre una prima conclusione sul tema, si ritiene che obiettivo primario degli operatori italiani, in primis gli avvocati di affari (indipendentemente dal lato del tavolo al quale essi siedono), dovrebbe essere quello di porre maggiore attenzione alla tematica del sandbagging nella fase di redazione e negoziazione dello SPA. Si tratta, infatti, di una disciplina che serve per giungere a una migliore definizione dell'assetto negoziale tra le parti, ciascuna delle quali deve avere chiara contezza al momento del signing di quali sono i rischi garantiti (che restano in capo al venditore) e quali quelli esclusi dal novero delle garanzie contrattuali (che l'acquirente si accolla, avendoli di fatto già scontati dal prezzo). Solo un approccio maturo a tale disciplina, peraltro, consente alle parti di potersi confrontare in buona fede sulle risultanze delle attività di due diligence condotte dall'acquirente e dai suoi consulenti, in modo da garantire una più accurata allocazione dei rischi e limitare il contenzioso post-closing, limitandolo al quantum del claim e non anche alla disquisizione sul fatto se quell'evento in sé fosse o meno coperto dalle garanzie contrattuali.

ni essenziali per la conclusione dell'operazione, oppure possono essere espressamente indicate nella sezione relativa alle *Representations and Warranties - R&W*, alle quali si collega di solito un indennizzo, oppure la rescissione del contratto.

GARANZIE E RAPPRESENTAZIONI (R&W): IL CUORE DEL SALE PURCHASE AGREEMENT

Molti contratti di acquisizione non si perfezionano perché le parti discutono e non trovano una soluzione reciprocamente conveniente sul tema delle garanzie e delle rappresentazioni.

La criticità di questa fase negoziale è dovuta al fatto che il tema delle garanzie emerge molto spesso nella fase finale del contratto quando si è già raggiunta una condivisione sul prezzo. È chiaro che ogni eventuale divergenza sia sul riconoscimento di una garanzia sia sulla sua determinazione quantitativa può rimettere in discussione il prezzo pattuito.

Le R&W sono dichiarazioni fornite da una parte in merito a specifiche situazioni, caratteristiche, peculiarità del business della target, esplicitate in buona fede nel contratto prima del *closing* a garanzia e tutela della controparte (sulle quali essa fa totale affidamento).

Il punto di vista legale: la *bring down condition*

di A. Brambilla, Dentons

Tra le clausole contrattuali che la nostra prassi ha mutuato dall'esperienza anglosassone vi è anche la cosiddetta *bring down condition*, in virtù della quale l'obbligo di acquisto del compratore è subordinato alla perdurante correttezza delle dichiarazioni e garanzie del venditore alla data del *closing* – nonché al rispetto degli obblighi posti a suo carico destinati a essere adempiuti prima del *closing*. Trasposta nel nostro ordinamento, la clausola si concretizza in una condizione sospensiva vera e propria, in cui l'evento dedotto in condizione è, da un lato, il mancato emergere di situazioni di difformità rispetto a quanto dichiarato e garantito dal compratore e, dall'altro, il puntuale adempimento delle obbligazioni pre-*closing*.

LA PROSPETTIVA DEL COMPRATORE

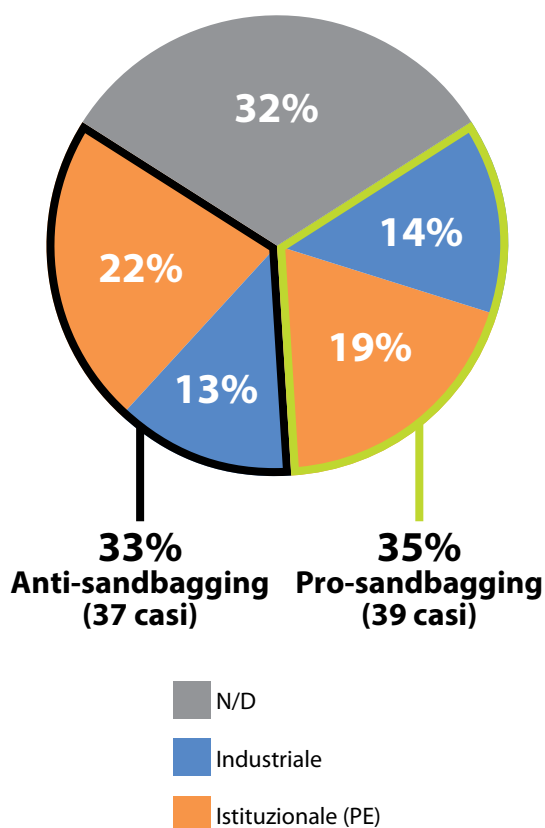
Se il meccanismo di *bring down* non viene pattuito, la posizione del compratore è indubbiamente meno tutelata. Si pensi, in particolare, alla situazione in cui, tra *signing* e *closing*, emergano problemi, relativamente alle materie oggetto di garanzia, per importi superiori al limite di responsabilità (cap) contrattualmente previsto; se il contratto contiene la clausola di *bring down*, il compratore, salvo che decida altrimenti, sarà sciolto dall'obbligo di acquisto (poiché il contratto rimarrà privo di effetti per il mancato avveramento della condizione sospensiva). Nel caso invece in cui non vi fosse una previsione di *bring down*, il compratore, nella maggioranza dei casi, sarebbe di fatto costretto a comprare, senza neppure poter contare su di un indennizzo in misura almeno pari al danno. Non dissimile è l'analisi della posizione del compratore in relazione a eventuali inadempimenti del venditore rispetto agli obblighi di gestione interinale. La quasi totalità degli impegni che un venditore assume in base a tali clausole sono inquadrabili nello schema della promessa del fatto del terzo ex articolo 1381 c.c. Ebbene, se di nuovo si raffronta la posizione del compratore nei casi di presenza o, al contrario, assenza di un meccanismo di *bring down*, emerge che: nel primo caso, discende già espressamente dalle pattuizioni contrattuali, il compratore sarà sciolto dall'obbligo di acquisto; nel secondo caso, le conclusioni sono per certi versi incerte. Trattandosi infatti di una promessa del fatto del terzo, nell'ipotesi in cui il terzo non si obblighi o non esegua l'obbligazione, il rimedio a favore del compratore è, in base alle disposizioni legislative vigenti, quello dell'indennizzo. Che il compratore possa agire anche per la risoluzione del contratto è questione più complessa.

LA PROSPETTIVA DEL VENDITORE

Di converso, il *bring down* delle garanzie, se visto dal punto di vista del venditore deve essere maneggiato con cautela, poiché non vi è dubbio che toglie certezza alla effettiva conclusione dell'operazione fino a che il *closing* non sia intervenuto; non vi è altresì dubbio che, nel mondo reale, nessun venditore vorrebbe trovarsi nella situazione di chi, dopo aver confidato nella conclusione di un affare, si trovi in realtà a dover mettere nuovamente in vendita un bene che altri hanno rifiutato di comprare. Dunque, il venditore tenderà tipicamente a rifuggire l'inserimento nel contratto della *bring down condition*; nel caso in cui tuttavia la trattativa invece lo imponga, il meccanismo di *bring down* dovrà essere attentamente redatto in modo che:

- venga dedotta in condizione non ogni violazione di R&W, ma soltanto quella o quelle violazioni che, complessivamente considerate, determinino una passività della target superiore ad un importo che sia di significativo rilievo rispetto al valore dell'operazione;
- il meccanismo del *bring down* delle garanzie non divenga, inconsapevolmente, strumento per inserire nel contratto una MAC, ove ciò non sia espressamente pattuito;
- in tutti i casi in cui la clausola di MAC sia o direttamente prevista nel testo della clausola di *bring down* o contenuta invece nelle dichiarazioni e garanzie, siano inserite le opportune eccezioni.

FIGURA 9 | LA FUNZIONE ESIMENTE DELLA DUE DILIGENCE



Nel caso in cui dovessero risultare false, incomplete o errate, la controparte danneggiata potrà validamente richiedere il risarcimento (*indemnities*) del danno sotto forma di indennizzo, nei termini contrattualmente prestabiliti.

Le garanzie si dividono in *legal warranty* e *business warranty*.

Le *legal warranty* hanno come oggetto i vizi e i difetti della partecipazione e dei diritti che derivano dallo status di socio e si riferiscono alle dichiarazioni che il venditore effettua al fine di rappresentare come:

- detiene validamente la proprietà delle azioni o quote, su cui non gravano impedimenti, pretese o reclami di terzi;
- le azioni sono validamente emesse, liberate e scambiabili;
- la società è in una situazione di *good standing*, è validamente costituita e non soggetta a procedure concorsuali, liquidazione o altre situazioni patologiche;
- la società non riversa in condizioni di insolvenza o di crisi finanziaria.

Le *business warranty* non si riferiscono all'oggetto del contratto (le partecipazioni), bensì all'oggetto della vendita: il patrimonio sottostante. Esse riguardano la consistenza del patrimonio sociale e si riferiscono a:

- aspetti fiscali;
- adempimento degli obblighi *vs* l'amministrazione finanziaria;
- permessi, licenze e autorizzazioni;
- sicurezza e igiene sul lavoro.

Il punto di vista del private equity: *locked box* vs aggiustamento prezzo

di F. Gaggini, Progressio SGR

L'applicazione di una clausola di *locked box* (definizione fissa del prezzo al closing) vs quella di un aggiustamento prezzo (definizione del prezzo provvisorio al closing con un aggiustamento post-closing) dipende da una serie di variabili.

Tipologia business sottostante: alcuni tipi di business come, per esempio, quelli caratterizzati da una significativa stagionalità o da ordini a commessa – per i quali la determinazione del capitale circolante medio (elemento fondamentale nel calcolo della PFN) può risultare molto complessa – fanno propendere per una definizione di *locked box* rispetto ai casi contraddistinti da un andamento del capitale circolante medio «più regolare», che lasciano invece propendere verso l'aggiustamento prezzo. Tipologia di struttura dell'operazione: nel caso in cui l'imprenditore continui a gestire la determinazione ex post del prezzo definitivo può generare confronti faticosi e spiacevoli con la controparte per cui in questi casi si preferisce una situazione di *locked box*. Business che generano cassa: business produttivi di cassa cercheranno sempre di definire il prezzo fisso al fine di avvantaggiarsi di una generazione di cassa attesa a breve termine. Tanto più sarà evidente questo tema, tanto più ci sarà la volontà del venditore di andare verso una clausola di aggiustamento del prezzo. Meccanismo di funzionamento di un fondo di private equity: dopo il signing di un contratto impegnativo, il gestore di un fondo chiama gli importi necessari per eseguire il closing (pagamento del prezzo). Tanto più sarà definitivo il prezzo (e quindi *locked box*) e tanto meno ci sarà il rischio di dover tornare dagli investitori post-closing per pagare parte prezzo definitivo.

All'interno delle R&W, si evidenzia l'esclusione di passività nascoste oltre a quelle già rappresentate dal venditore contrattualmente (55 per cento delle osservazioni) così come nel 23 per cento dei casi è previsto il documento della *disclosure letter*, nel quale il venditore rappresenta all'acquirente formalmente la lista delle passività.

In ultima analisi sono state prese in esame le clausole che precisano l'effettivo grado di responsabilità del venditore nei confronti dell'acquirente, andandone a caratterizzare la portata e la profondità (Figura 9. A tal proposito, si veda anche il box «Le clausole di *sandbagging* nella prassi italiana dei contratti di acquisizione»).

Le MAC e il coronavirus

La diffusione della pandemia da coronavirus rappresenta proprio il classico evento a cui si riferiscono le clausole MAC. Come già successo nel caso dell'attentato alle Torri Gemelle o a seguito di fenomeni atmosferici come lo tsunami del 2004 che colpì le coste dei Paesi del Sud-Est asiatico, la pandemia può avere effetti sull'interruzione del deal o mettere in discussione il prezzo pattuito.

Il tema è assai complicato poiché non è chiaro se l'inserimento delle clausole venga in questo caso automaticamente riconosciuto come causa influenzante l'interruzione del deal, con la conseguenza di ritornare alla situazione *ex ante*, oppure possa rimettere in discussione alcuni aspetti del contratto, tipicamente il prezzo della transazione. In linea generale la discussione verte sulla prevedibilità di tali fenomeni e sulla improvvisa modificazione strutturale dello scenario di riferimento in cui il deal è inserito, considerando il lasso temporale tra l'avvio della trattativa e la sua chiusura: un bel grattacapo per gli avvocati delle controparti.

- (1) Resta tuttavia un potenziale inespresso dovuto principalmente alla radice culturale relativa ai modelli di proprietà dell'impresa italiana di fatto ancora fortemente chiusi. A questo aspetto, peraltro basilare, si aggiungono le caratteristiche degli operatori nazionali attivi nel settore, in cui è radicata una mentalità più industriale che finanziaria.
- (2) V. Conca, *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Milano, Egea 2010.
- (3) G. De Nova, *Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato*, Torino, Giappichelli, 2016.
- (4) I principali risultati della ricerca sono stati presentati al convegno «I contratti di acquisizione: le common practice nel mercato italiano» organizzato dall'Osservatorio Private Equity & Finanza per la Crescita presso l'Università Bocconi il 3 luglio 2019.
- (5) I problemi sollevati dalle domande di ricerca sono stati selezionati da un comitato ristretto di professionisti e manager che operano sul mercato.
- (6) L. De Rosa, A. Russo, M. Iori, *Operazioni straordinarie*, Milano, *Il Sole 24 Ore*, 2016; A. Tina, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 32, Milano, Giuffrè, 2007.
- (7) Il diffondersi nella prassi del ricorso al binomio temporale «*stipula del contratto-closing*» ha posto non pochi problemi di ordine interpretativo e sistematico. Si veda a tal proposito, G. De Nova, «*The law which governs this Agreement is the law of Republic of Italy*»: il contratto alieno», *Rivista di diritto privato*, 1 (3), 2007, pp. 7-17.
- (8) Il meccanismo dell'*earn-out* porta da un lato a soddisfare le esigenze del venditore, sicuro delle proprie previsioni economiche, dall'altro a garantire il compratore sull'effettivo raggiungimento degli obiettivi sui quali è calcolato il valore, in V. Conca, *Cap. 9*, pag. 196, *op. cit.*
- (9) G. Rossi, «*Le condizioni del closing*», in *AA.VV.*, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, F. Bonelli, M. De André (a cura di), Milano, Giuffrè, 1990.

IN SINTESI

- I contratti di acquisizione sono sempre più complessi e articolati. Operazioni corporate, *deal* di private equity, quote di controllo e di minoranza, meccanismi di *pricing*, complicano la negoziazione e influenzano i tempi di chiusura dell'operazione.
- I contratti presentano clausole standard con applicazioni di perimetro e quantitative assai variegate in funzione del tipo di operazione e delle caratteristiche delle controparti. Pur affidandosi completamente ad *advisor* e avvocati d'affari specializzati, chi compra o vende l'impresa non sempre ha contezza sull'esistenza di parametri di riferimento che possano orientare le decisioni.
- Anche se nella fase contrattuale ci si dovrebbe occupare di applicare e rendere operativi gli accordi presi durante la trattativa, si possono presentare momenti di possibile rottura tra le parti (*deal breaker*); i temi critici sono in prevalenza riconducibili a meccanismi di aggiustamento del prezzo, riconoscimento di rischi potenziali, garanzie richieste dal compratore.