

M&A

I PASSAGGI LEGALI: IMPEGNI, TUTELE, E GARANZIE.

DAI PRIMI CONTATTI AL CLOSING.¹²

§

Buonasera a tutti e grazie dell'invito.

Il mio compito è quello di raccontarvi = dal punto di vista legale e per sommi capi= il procedimento tipico di un'operazione di acquisizione di azioni e/o di partecipazioni sociali del genere che caratterizza questo ciclo di incontri.

Il mio, quindi, vuole essere un intervento più da cronista che da giurista, essendo mio compito illustrarvi l'insieme di passaggi - che potete seguire nelle slides – che, all'interno di una negoziazione, partono dalla fase cd. preliminare (in genere, non vincolante), attraversando gli incombeni di due diligence, per poi giungere alla fase contrattuale vincolante, segnata dalla stipula del contratto di compravendita ovvero il cd. SPA (“Sale and Purchase Agreement”), per poi terminare con il closing, che segna il momento dell'effettivo passaggio di proprietà delle azioni.

§

BREVE INDICE

1. COMPRAVENDITA DI PARTECIPAZIONI SOCIALI:	
ASSENZA DI DISCIPLINA LEGALE SPECIFICA	PAG. 2
2. UN PRIMO APPROCCIO AL PROBLEMA	PAG. 3
3. IL CONTRATTO INDENNITARIO:	
ORIGINE, NATURA E APPLICAZIONE	PAG. 5
4. I SOGGETTI DEI CONTRATTI M&A	PAG. 6
5. LA LETTERA DI INTENTI, PATTO DI RISERVATEZZA	
E PATTO DI ESCLUSIVA	PAG. 7
6. DUE DILIGENCE	PAG. 10
7. IL CONTRATTO DI COMPRAVENDITA (SPA)	
E ALCUNE CLAUSOLE TIPICHE	PAG. 12
8. ACQUISIZIONI PARZIALI E PATTI SOCIALI E PARASOCIALI	PAG. 16
9. IL CLOSING	PAG. 17

¹Trascrizione, con piccoli adattamenti, dell'intervento dell'avv. Giuliano Pavan al Ciclo di Seminari organizzati da Confindustria Veneto Est “Crescere per acquisizioni” in Treviso, Palazzo Giacomelli, dell'8.10.2024. L'estensore si scusa per il tono colloquiale della nota.

² Lo scritto può essere esaminato in coordinamento con le slides discusse nel corso dell'intervento orale e qui allegate in calce.

1. Compravendita di partecipazioni sociali: assenza di disciplina legale specifica

In questa prospettiva, prima di fare il cronista, permettetemi un paio di premesse di carattere giuridico per spiegare che questo tipo di procedura negoziale, che potrebbe apparire bizantina, in realtà corrisponde ad una logica ben precisa dalla quale è molto difficile sfuggire.

Provo a spiegarmi meglio:

1. *Prima osservazione.* In Italia non abbiamo una norma, o una regola specifica, che disciplini il contratto di acquisizione di partecipazioni. Non esiste. Il Codice Civile parla di azioni intese quali titoli di credito; tratta di quote come elemento di partecipazione in società a responsabilità limitata; disciplina, ma non ne tratterò in questo intervento, il caso di acquisizione con indebitamento e successiva fusione (articolo 2501 *bis* Codice Civile). In tutto questo non vi è alcuna norma relativa al contratto di acquisizione societaria, vale a dire ad un contratto che, in linea generale, presenta una significativa rilevanza economica e finanziaria.

2. *Seconda osservazione.* Se io sono interessato alla *Tizio S.p.A* e la voglio comprare, sicuramente voglio che l'alienante mi venda delle azioni di cui sia effettivamente proprietario, che non abbiano pegni, che non abbiano vincoli; sul piano economico ciò che mi interessa è, invece, l'azienda di proprietà della società Tizio.

In altre parole, il mio interesse sostanziale si rivolge al bene giuridico di secondo grado – l'azienda espressa dalle azioni oggetto di compravendita. Il mio fine è quello di acquisire un complesso aziendale che sia in ordine, che abbia dei bilanci corretti e corrispondenti a quelli depositati in Camera di Commercio; che sia di fatto coerente con le informazioni che ho potuto acquisire sul mercato.

Questa che a me, e che a tutti noi appare come una assoluta ovvietà, non è ovvia per la nostra giurisprudenza: la quale, da 40 anni a questa parte, mi dice che se compro le azioni senza una garanzia sulla retrostante azienda non posso dolermi della consistenza (o della inconsistenza) di essa azienda se diversa dalle mie aspettative.

Con l'effetto che, in assenza di specifiche garanzie, se l'azienda di proprietà sociale presenta seri inconvenienti, le possibilità di tutela dell'acquirente sono molto ridotte e complesse.



2. Un primo approccio al problema

Qualcuno di voi potrebbe dirmi *“sì però caro avvocato allora perché stiamo a fare tutti questi discorsi, io mi compro direttamente l'azienda. Perché devo andarmi a comprare le azioni?”*.

Qualcun altro mi potrebbe anche obiettare *“caro avvocato tu la fai troppo complicata, io quando vado in banca o dal notaio a fare la girata delle azioni mi faccio firmare una situazione patrimoniale di riferimento e ho più o meno risolto il problema.”*

Chi mi dovesse sollevare queste obiezioni avrebbe un po' di ragione, ma non così tanta da risolvere il problema.

Un po' di ragione perché la cessione dell'azienda è un istituto regolato dal Codice Civile e ben conosciuto nella prassi e nell'utilizzo pratico.

Tra l'altro, è un contratto che presenta buoni vantaggi per il compratore, laddove:

- a mente dell'articolo 2560 Codice Civile, esso compratore risponde solo dei debiti che risultano dai libri contabili obbligatori (mentre l'acquirente di una società risponde anche di debiti che eventualmente non emergano dalle scritture contabili);
- può essere preventivamente coordinato con un affitto di azienda, con conseguente possibilità per l'affittuario di non rispondere dei debiti aziendali, salvo quelli verso i dipendenti ed Erario³.

Di contro, la vendita dell'azienda genera seri oneri fiscali (per plusvalenze, imposte catastali e ipotecarie, registro) che gravano sulle parti del negozio; storicamente, per quanto mi consta, non ha mai goduto di provvedimenti fiscali agevolativi (a differenza di quanto abitualmente succede in caso di vendita di azioni o quote); non consente di attuare lo strumento, sopra ricordato, dell'acquisto a debito con leva finanziaria e successiva fusione.

³ E' discussa la responsabilità solidale dell'affittuario per i debiti erariali.

Per queste ragioni, l'acquisto dell'azienda è un contratto che si registra nella prassi, ma con un utilizzo notevolmente limitato. L'ambito più frequente che lo riguarda è quello che concerne il trasferimento d'azienda nell'ambito di procedure di soluzione della crisi⁴, argomento questo di sicuro interesse ma estraneo dal perimetro di questa nostra conversazione.

3. Chi mi dovesse proporre di “*farmi rilasciare una situazione patrimoniale di riferimento garantita*”, direbbe una cosa sensata che si usava molto in passato, quando più o meno le vendite delle nostre aziende avvenivano spesso in questo modo.

Ci sono, però, almeno due controindicazioni macroscopiche:

- la prima è che la situazione patrimoniale di riferimento mi racconta soltanto una parte dei problemi che posso trovare nell'azienda sociale. Nel bilancio difficilmente compaiono rischi derivanti da controversie minacciate o potenziali; non risulta se i lavoratori siano correttamente inquadrati; non risulta se la società, avendo fatto ricorso alle procedure della Legge 231 sia sollevata da responsabilità penale e pecuniaria; non vi è traccia della situazione tecnica dei macchinari di proprietà aziendale e via dicendo. Il bilancio di riferimento, quindi, pur se garantito, lascia a carico dell'acquirente ampi spazi di rischio non coperti.
- la seconda (e ammesso che l'acquirente voglia comunque accontentarsi) è che la situazione di riferimento diventa, per la nostra legislazione, una qualità delle azioni. E, nel nostro Codice Civile, l'azione per i vizi derivanti dalla mancanza di qualità promesse si prescrive in un anno. Si tratta, all'evidenza, di un periodo di tempo del tutto insufficiente rispetto ai rischi ai quali il compratore (che pago con denari buoni) sono esposto. Penso al rischio fiscale (6 anni), a quello previdenziale, al rischio dipendenti, al rischio di cause, al rischio ambientale.

Rispetto ad essi una garanzia che si prescriva in un solo anno è del tutto insufficiente. Qui ricordato che, ai sensi dell'art. 2936 del Codice

⁴ Va ricordata, tra l'altro, la recente innovazione legislativa portata dall'articolo 22 del D.L.vo 12.1.2019 n. 14 (Codice della Crisi) che, in seno alla composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa, prevede una ipotesi di cessione dell'azienda con esonero dell'acquirente dalla responsabilità per i debiti.

Civile, è nullo ogni patto diretto a modificare la disciplina legale (e quindi la durata) della prescrizione.

§

3. Il contratto indennitario: origine, natura e applicazione

A partire dagli anni '60, sulla scorta di una prassi anglosassone, si è fatto ricorso al cosiddetto contratto indennitario, cioè ad un contratto in forza del quale il venditore garantisce il suo acquirente circa determinate caratteristiche dell'azienda e se queste garanzie risultano fallaci paga un indennizzo.

Questo contratto di *garanzia* viaggia parallelo al contratto di compravendita delle azioni e genera un rapporto contrattuale ulteriore rispetto a quello della compravendita. Si tratta di un rapporto obbligatorio sottoposto all'ordinario termine di 10 anni fissato dalla legge quale norma per i rapporti negoziali. All'interno di questo periodo di tempo, i contraenti potranno fissare per ciascuna garanzia richiesta dall'acquirente un ragionevole periodo di tempo di efficacia. In questo modo, il compratore godrà del tempo necessario per verificare se le *qualità* aziendali promesse dal venditore siano effettivamente esistenti, conservando un diritto all'indennizzo in caso di vizi o di manchevolezze dell'azienda.

* * *

In conclusiva sintesi, quindi, a tutela della posizione dell'acquirente (ma anche di un equilibrato rapporto tra le parti) la struttura negoziale vuole che:

- le parti, al termine del tragitto negoziale, addivengano ad un contratto che contempli, da un lato, la cessione delle azioni e, dall'altro, le opportune garanzie sulla struttura aziendale (*i.e.* contratto indennitario);
- molte garanzie sono ad uso corrente ma l'acquirente, per compiere le sue valutazioni e negoziare in modo corretto il prezzo, ha necessità di svolgere una verifica (*due diligence*) sulla struttura dell'azienda che si accinge ad acquistare;

- la *due diligence* impegna tempo e denaro e per fare questo le parti debbono reciprocamente avere un vincolo sulla serietà delle trattative e sulla rispettiva volontà di vendere e comprare;
- il rapporto nasce con una lettera di intenti ed un patto di esclusiva, cui fa seguito l'espletamento della *due diligence* per giungere, infine, alla sottoscrizione del contratto che prevede la cessione delle azioni, le garanzie e gli indennizzi;
- d'altro canto, anche la parte venditrice, in assenza di una seria manifestazione di intenti, non sarebbe mai disponibile a mettere a disposizione di un candidato acquirente informazioni sensibili della propria azienda: di qui la legittima pretesa di accompagnare la lettera di intenti (o di conglobare in essa) un patto di segretezza / riservatezza su tutti quanti gli elementi che verranno acquisiti nel corso delle trattative.

§

4. I soggetti dei contratti M&A

Adesso passiamo un attimo in rassegna i soggetti dei contratti di acquisizione.

Abbiamo da un lato il compratore, dall'altro il venditore e i rispettivi *advisor* e consulenti. Ciascuna delle parti, com'è ovvio, valuta liberamente i professionisti da coinvolgere nell'operazione.

La materia non è semplicissima né dal punto di vista giuridico né da quello relazionale e fattuale: in linea di principio, quindi, è opportuno affiancarsi consulenti che godano di una buona se non ottima competenza in materia. Mi permetto di fare una raccomandazione figlia di un dato di esperienza rispetto alla figura del venditore. Succede spesso che queste acquisizioni abbiano come oggetto un'impresa in cui i soci non vanno tanto d'accordo; un'impresa in cui ci sono gli eredi dell'imprenditore che non abbiano voglia di proseguire la strada del padre; un'impresa in cui vi siano dei soggetti un po' stanchi che hanno deciso di fermarsi e di vendere la loro società.

Queste persone hanno mentalità ed esigenze diverse: c'è il rischio che nel momento in cui si avvicinano al compratore siano in disaccordo tra loro, soprattutto qualora non abbiano discusso a fondo le richieste individuali e, magari, delegato un loro unico rappresentante. Bisogna fare attenzione,

vi è il rischio per il compratore di venire trascinato nei rapporti e nelle problematiche interne dei venditori.

Per cui lo dico sempre: *“Prima cari signori venditori mi presentate un patto di covendita e mi nominate un rappresentante comune, altrimenti io compratore non vado a spendere soldi per mettervi d'accordo anche perché tra di voi ci sarà sempre quello un po' più furbo dell'altro che vedendo il mio interesse cercherà di alzare l'asticella della trattativa”*.

A mio modo di vedere se il compratore cade dentro questa situazione è più conveniente per lui ritirarsi e non spendere denari.

§

5. La Lettera di Intenti, patto di riservatezza e patto di esclusiva

Fatta questa breve digressione, procedo con il primo *step* della nostra vicenda che è la **Lettera di Intenti (LOI)**.

La lettera di intenti è, da un punto di vista giuridico, un negozio fonte di obbligazioni non vincolanti tra le parti.

Attraverso la lettera di intenti noi fissiamo i parametri della nostra successiva operazione, quindi parametri di valore, parametri di tempo, parametri di garanzie, parametri di modalità (*“compro ad un prezzo fisso, compro a un moltiplicatore più o meno la posizione finanziaria netta”*), parametri di eventuale reinvestimento, i parametri di un eventuale prestito in favore del compratore (il cd. *vendor loan*). Insomma, con la lettera di intenti fissiamo quelli che saranno i punti fermi della nostra operazione.

Come dicevo, la lettera di intenti di norma crea obbligazioni non vincolanti tra le parti. Questo però non significa che sia un accordo senza effetti. Il nostro ordinamento giuridico conosce, come sapete, la responsabilità *precontrattuale*: nel momento in cui io ho fissato dei parametri nella lettera di intenti (documento che spesso viene sottovalutato), questi sono scritti e tratteranno quella che sarà la successiva negoziazione. Per cui se tu che hai accettato un certo parametro, pendente negoziazione, cerchi di modificarlo o di rimuoverlo, qualcuno ti potrà dire attenzione perché tu stai tradendo le nostre trattative. Quindi, ripeto, attenzione perché questa lettera va scritta e meditata avendo presente che, pur non generando un obbligo giuridico di concludere il contratto, mi può comunque esporre a delle responsabilità nei confronti della mia controparte contrattuale.

Normalmente all'interno di questa lettera di intenti compaiono dei capitoli che sono vincolanti, di solito costituiti da un accordo di esclusiva e di riservatezza.

Quanto all'accordo di riservatezza, raccomando di sottoscriverlo. Non è un atto particolarmente complesso =ci sono buoni *standard* anche in rete= e che non richiede l'intervento di un giurista particolarmente raffinato. È un atto che, ancorché semplice, va predisposto e va fatto anche a tutela della posizione della parte venditrice. Vale a dire la parte che mette a disposizione le informazioni (qualcuno dei soci potrebbe lamentarsi della divulgazione incontrollata delle informazioni aziendali).

Voglio ricordare che la riservatezza non è necessariamente figlia di un accordo, potendo essere imposta mediante una dichiarazione proveniente dal soggetto titolare dell'informazione. E' comunque da suggerire, per maggiore tranquillità, la stipula di un accordo bilaterale di riservatezza.

Si noti che se il venditore dovesse disporre di informazioni la cui segretezza fosse essenziale per il buon funzionamento della propria azienda, la divulgazione di esse informazioni (ancorché protette da un accordo di riservatezza) potrebbe risultare pericolosa o inopportuna.

In questo caso normalmente si cercano =a tutela delle esigenze del venditore= dei meccanismi alternativi che possono essere espressi da un'esibizione parziale di documenti (eventualmente accompagnata da adeguate rappresentazioni e garanzie su aspetti aziendali a quei documenti connessi); oppure dall'espletamento di una *due diligence* da parte di un terzo indipendente, legato ad entrambe le parti, che riferisca al candidato acquirente gli esiti della sua indagine ma non il contenuto di essa.

Quanto al patto di esclusiva, il compratore di norma lo pretende in quanto la procedura di acquisizione lo espone a rilevanti costi (consulenti, avvocati, advisor per la due diligence ecc) che egli è disposto a sostenere solo se la negoziazione avverrà in esclusiva con lui.

Il venditore, d'altro canto, oppone normalmente una certa resistenza, nella speranza (di norma solo teorica) che possa affacciarsi altro compratore, interessato alle sue azioni, che avvii una sorta di gara d'asta.

Personalmente ritengo che il diritto del compratore, ad avere un patto di esclusiva, sia lecito e vada rispettato.

Normalmente il punto di incontro cadrà sulla durata dell'esclusiva di norma prevedendosi un periodo ragionevolmente breve salvo proroga qualora sia evidente che le trattative stiano proseguendo reciprocamente in modo costruttivo.

Fa eccezione il caso in cui sin dall'inizio il venditore abbia affrontato l'argomento ipotizzando di avviare una gara d'asta sulle sue azioni.

In tale ipotesi, peraltro, è normale che sia lo stesso venditore ad affidare la *due diligence* sulla sua azienda ad un soggetto terzo indipendente di riconosciuta qualità (ad esempio una importante società di revisione).

I candidati acquirenti, disposti a compiere la gara d'asta, si troveranno così con una *due diligence* già svolta ed avranno gli elementi per avanzare, eventualmente al rialzo, le proprie proposte.

D'altro canto vi è da dire che se la negoziazione parte su base individuale è praticamente impossibile gestire più trattative su tavoli paralleli con più negoziazioni che corrano l'una a fianco dell'altra: saremmo in presenza di una situazione di fatto insostenibile per chiunque.

Benvenga, in definitiva, nel caso di trattativa individuale, un patto di esclusiva che - assieme a quello di riservatezza - integrino la lettera di intenti.

* * *

Permettetemi, ora, una breve digressione lessicale.

Come avrete notato anche in altri interventi, in questi contratti di acquisizione vi è un ampio utilizzo di locuzioni di stampo anglosassone. Non si tratta di un inutile vezzo ma di uno degli effetti dell'origine anglosassone del contratto indennitario (che si accompagna alla compravendita di azioni).

Il tema richiederebbe vari approfondimenti giuridici: basti dire che, qualche autore, parla di *contratto alieno* facendo riferimento ad un nucleo negoziale di origine anglosassone che è stato in qualche modo incardinato nei nostri contratti di derivazione romanistica.

Non è questa la sede per parlarne e mi limito ricordare come la lettera di intenti venga spesso designata con l'acronimo LOI (Letter of Intent) o con l'acronimo MOU (Memorandum of Understanding).

Ad onor del vero queste ultime due locuzioni non sono esattamente equivalenti. Infatti, mentre la LOI (Lettera di intenti) designa l'avvio della

trattativa negoziale e, come sopra detto, i parametri generali di riferimento, normalmente il MOU fissa uno stato più avanzato delle trattative e disciplina specifici eventi all'interno di esse.

Propongo un piccolo esempio, frutto di una recente vicenda: operazione in corso, trattativa molto avanzata ma caratterizzata da una posizione di sospetto sulla bontà del magazzino, nel senso che è stato verificato un magazzino oggettivamente esorbitante rispetto al fatturato della società; il venditore si giustifica affermando di aver caricato il magazzino per fronteggiare il rischio di futura mancanza di approvvigionamenti; il compratore contesta, invece, un basso indice di rotazione delle rimanenze desumendone una rilevante obsolescenza.

A questo punto, le parti per non litigare e proseguire serenamente le trattative addiventano alla stipula di un *Memorandum Of Understanding* in cui fissano le intese raggiunte e una modalità per la valutazione fisica ed economica del magazzino, condizionando la prosecuzione della trattativa all'accertamento di un certo *range* di valore.

§

6. Due diligence

Arriviamo alla fase della *due diligence*.

Di essa vi hanno parlato – dal punto di vista tecnico – altri relatori.

Per parte mia, ne faccio cenno dal mio angolo visuale.

Anzitutto, tutti quanti sapete che la *due diligence* è un'indagine che viene fatta dal compratore su un certo numero di aspetti (che possono essere tutti o alcuni) della società *target*.

Lo scopo della *due diligence* è di rimuovere uno dei massimi problemi dell'acquisizione e cioè l'asimmetria informativa tra il venditore e l'acquirente.

Il venditore tendenzialmente dovrebbe sapere tutto o quasi della sua azienda; l'acquirente in realtà può disporre solo dei bilanci pubblici e di informazioni generiche (internet, voci di corridoio e di mercato, etc.).

C'è una asimmetria informativa totale; la quale asimmetria, dal punto di vista dell'amministratore delegato dell'acquirente, è molto pericolosa potendo essere foriera di un giudizio di responsabilità a suo carico.

Guai all'amministratore delegato che compri senza commissionare una *due diligence*. Va ricordato che noi oggi abbiamo un Codice Civile che impone

gli adeguati assetti organizzativi, contabili e amministrativi, ovvero una vigilanza costante sulla situazione aziendale, che obbliga anche le aziende più piccole ad una organizzazione gestionale adeguata. È impensabile in questo contesto comprare un'azienda senza averne prima verificata la struttura.

È infatti evidente che =se completata l'acquisizione dovessero emergere manchevolezze aziendali= l'amministratore si troverebbe esposto ad un rischio di responsabilità per negligenza nella conduzione della negoziazione.

Si tratta di negligenza non elisa dalla circostanza di avere ottenuto adeguate rappresentazioni e garanzie: l'amministratore sarebbe, infatti, comunque responsabile qualora dette problematiche avessero potuto essere rilevate già ad un controllo preventivo.

Va ancora ricordato che, nella prassi contrattuale, più o meno tutte le lettere di intenti condizionano la prosecuzione della trattativa = e, quindi, la conclusione dell'affare = all'esito positivo della *due diligence*.

Tale accertamento, infatti, serve sia per capire quali possano essere le manchevolezze dell'azienda che per acquisire rilevanti informazioni sulla struttura aziendale, sulle modalità di funzionamento, sulla collocazione di mercato della società e quanto altro.

Attenzione che questo aspetto ha un rilievo negoziale anche nei riguardi del venditore.

Non è infrequente che, in esito alla *due diligence*, il candidato acquirente, avendo rilevato delle possibili storture, cerchi di rinegoziare le condizioni economiche inizialmente offerte per l'acquisto dell'azienda.

Altrimenti detto, il candidato compratore, una volta compiute le verifiche, ricordando che l'affare è sottoposto alla condizione di *due diligence*, potrebbe tentare di imporre al venditore delle condizioni di acquisto a lui più favorevoli facendo valere, per appunto, le eventuali difformità che ha avuto modo di rilevare.

Questo passaggio può, per certi versi, ritenersi *fisiologico*; rischia però di diventare *patologico* nel momento in cui il candidato acquirente = oltre a rinegoziare il prezzo in ragione di quanto acclarato in *due diligence*= cerchi di ottenere rispetto alle medesime premesse anche ulteriori meccanismi di garanzia e di indennizzo.

In questo modo (ponendosi, tra l'altro, in contrasto con la norma dell'art. 1491 del Codice Civile in tema di compravendita) il compratore potrebbe ottenere una doppia riduzione di prezzo rispetto al medesimo vizio. Una prima volta rinegoziando il prezzo vero e proprio; una seconda volta imponendo delle garanzie sui medesimi aspetti (e conseguente indennizzo) che hanno determinato la diminuzione del prezzo originariamente convenuto.

Questo è un aspetto delicato, che emerge spesso nel corso delle negoziazioni, e che va condotto, da parte di chi negozia, con mano sufficientemente ferma.

§

7. Il Contratto di compravendita (SPA) e alcune clausole tipiche

Assumendo che la *due diligence* abbia avuto esito favorevole = e che, in ogni caso, venditore e candidato acquirente abbiano trovato un punto di incontro= si arriva alla negoziazione del contratto di compravendita il cosiddetto SPA (Sale and Purches Agreement).

Il contratto di compravendita è un contratto che a me piace definire a '*geometria variabile*' perché ha un perimetro che è legato alla tipologia dell'operazione prescelta. Se il contratto prevede l'acquisizione del 100% del capitale sociale andranno affrontati tipicamente i temi di prezzo, rappresentazioni e garanzie ed i conseguenti indennizzi. Si dovrà, naturalmente, regolare il periodo interinale, cioè il periodo che va da quando firmiamo il contratto di compravendita (lo SPA) a quello in cui andiamo dal notaio per la girata delle azioni (*Closing*), di cui tra un attimo parliamo.

Diversamente, nel caso di acquisizione parziale (con o senza accordo di reinvestimento) andrà disciplinata anche la parte "parasociale" (*Shareholders Agreement - SHA*). Dovranno, ad esempio, essere discussi gli accordi con il nuovo socio, stabilire chi comanda e le maggioranze assembleari (ovvero, la *governance* e i cd. diritti di *voice*).

Quanto alle clausole più ricorrenti del nostro SPA, ne facciamo una veloce rassegna.

Quanto al prezzo, prescindendo da aspetti valutativi estranei alle mie competenze il negoziato contrattuale dovrà stabilire se la compravendita avverrà ad un prezzo fisso (quindi ad un prezzo predeterminato non oggetto di alcuna variazione) ovvero un prezzo variabile, costituito ad esempio da un multiplo dell'ebitda da aumentare o diminuire in base alla posizione finanziaria netta al tempo del *closing*.

Nel caso di prezzo variabile, si renderà necessario pattuire le modalità di versamento del prezzo; l'eventuale istituzione di un deposito notarile; le modalità di verifica della posizione finanziaria netta (o di altro elemento di variabilità introdotto nel contratto); il conseguente incarico al notaio, normalmente designato quale depositario, di provvedere alla liberazione delle somme.

Potrebbe anche essere prevista una clausola di *earn-out*, vale a dire una clausola in forza della quale il compratore dovrà corrispondere una porzione aggiuntiva di prezzo qualora, negli anni *post closing*, la società performi in un determinato modo (ad onor del vero personalmente non amo queste clausole di *earn-out* però nella prassi esse sono abbastanza frequenti).

Altro aspetto da negoziare, al quale ho fatto già cenno sopra, è quello delle rappresentazioni e garanzie che il venditore deve rilasciare circa la corretta struttura dell'azienda di proprietà sociale.

Di norma, ai contratti di compravendita di partecipazione viene allegato un documento che, tipicamente, enuncia tutte le dichiarazioni e garanzie ("*Representations and Warranties*") che sono state oggetto di discussione tra venditore e compratore.

La relativa discussione di norma si svolge nei seguenti termini. La posizione del compratore è più o meno: "*io ti pago con denari buoni, io ti pago un'azienda buona, io voglio garanzie oggettive che mi coprano tutto l'arco dei possibili rischi; non voglio limiti temporali; non voglio soglie massime; voglio indennizzi su qualunque fronte*".

La posizione del venditore = naturalmente diversa ed opposta = suona più o meno così "*primo, tu hai fatto una due diligence e sai tutto; non puoi quindi pretendere di farmi rientrare come indennizzo quello che già ti sei preso come riduzione prezzo. Secondo, io non sono disposto a vendere ed avere per sempre un rischio. Terzo non sono disposto a vendere ed avere per sempre un blocco sui danari*

che ho incassato o che tu mi devi dare; quarto, ti posso rispondere di solo quello che conosco. Non ho la capacità di vedere il domani. Cioè se un mio cliente domani mi fa una causa per responsabilità del prodotto, non la posso prevedere posso rispondere di quello che conosco oggi”.

Queste discussioni portano via ore e alla fine più o meno si riesce a trovare una combinazione cercando di allargare legittimamente le aree di rischio, togliere quelle che sono già state viste, dare una durata alle garanzie che non sia eterna, bloccare gli indennizzi con una soglia massima e con una franchigia.

Ovviamente, accanto al merito delle rappresentazioni e garanzie, va regolato il metodo della procedura di indennizzo.

Di norma vengono regolati i due casi possibili, vale a dire il caso in cui sia il compratore a verificare l'esistenza di un difetto (il compratore, ad esempio si è accorto che il venditore ignorando le regole stabilite per la condotta delle parti durante il periodo interinale ha eseguito dei pagamenti straordinari che non avrebbe dovuto compiere); ovvero il caso in cui il rischio di indennizzo derivi da una pretesa di terzi (ad esempio un lavoratore reclama un diverso inquadramento, con maggiore spesa per la società; ovvero un cliente si duole di un prodotto viziato e pretende il risarcimento del danno).

Questi casi sono normalmente contemplati nel contratto di acquisizione con l'illustrazione delle procedure che le parti seguiranno per eventualmente resistere alla pretesa del terzo e per garantire l'acquirente dell'indennizzo nel caso di esito per la società sfavorevole della controversia.

Altro tema importante è quello della concorrenza. Avendo davanti a me una platea di imprenditori non occorre che io vi dica che non c'è nessuno di voi disposto a comprare una società pagando buoni denari al venditore senza imporgli 5 anni di non concorrenza. È sin troppo ovvio che, altrimenti, vi è il rischio fondato che questo signore dopo avermi venduto la sua società si rimetta sul mercato addirittura finanziandosi con i mezzi che gli ho versato quale prezzo.

Il patto di non concorrenza è il minimo sindacale.

Ultimo tema oggetto di discussione è la disciplina del periodo interinale cioè del periodo che va dalla sottoscrizione dello SPA al Closing. Si tratta, normalmente, di un arco temporale di un paio di mesi.

In questo periodo, è quasi inevitabile che il compratore avendo firmato lo SPA, si senta in qualche modo già proprietario della società, e quindi pretenda di mettervi mano anticipatamente iniziando a dettare le proprie condizioni manageriali.

Il venditore, d'altro canto, non avendo ancora girato le azioni (e, soprattutto, non avevano ancora incassato il prezzo) non intende minimamente acconsentire a questa 'invasione': si tratta di due posizioni umanamente comprensibili ma che evidentemente debbono esser in qualche modo guidate.

Vi sono, inoltre, dei possibili aspetti patologici che vanno regolati, al fine di evitare che il venditore, approfittando della fase di passaggio, compia atti tesi ad alterare il normale svolgimento delle attività aziendali (ad esempio distribuendo utili non previsti, stipulando contratti magari in conflitto di interesse, riconoscendo premi o altro a dipendenti fedeli etc.). Il compratore, quindi, onde evitare sgradevoli sorprese pretende – ed ha ragione di farlo – una disciplina rigorosa di questa fase di passaggio. Rientra nella disciplina interinale la regolamentazione della cosiddetta MAC (“*Material Adverse Change*”); la quale, per chi conservi dei vaghi studi di legge, più o meno equivale all'impossibilità sopravvenuta o alla presupposizione.

La presupposizione è quell'istituto che si studia il primo anno di legge quando ti portano il classico esempio di chi per mille Euro ha affittato un balcone sul Canal Grande per la Regata Storica che, in quel giorno, non si tiene per il maltempo. Venendo meno l'evento, viene meno anche la causa che aveva giustificato la specifica dazione di danaro, con obbligo dell'*accipiens* di restituire la somma. La MAC più o meno funziona nello stesso modo operando quale causa di scioglimento del rapporto al verificarsi di un evento che alteri in modo profondo le premesse economiche, storiche e di mercato sulle quali poggiava l'originaria trattativa delle parti. Porto una banale esperienza personale: nel 2020, assieme ad un cliente, stavamo valutando l'acquisto di una società che aveva una filiale in Cina. Arrivata la pandemia, i presupposti

dell'operazione sono ovviamente venuti meno. Non avevamo ancora firmato uno SPA ma – qualora il contratto fosse stato firmato – si sarebbe trattato di un tipico caso di MAC.

Sul piano pratico, bisogna tenere conto che il compratore, per tenersi le mani libere sino all'ultimo momento, cerca spesso di allargare a dismisura la nozione di MAC.

Il venditore, invece, se può accettare eventi del tutto eccezionali, non può certo consentire che il compratore possa rinnegare a proprio libito i vincoli contrattuali.

Altre clausole caratterizzano il contratto di compravendita ma ovviamente non le possiamo esaminare analiticamente.

§

8. Acquisizioni parziali e patti sociali e parasociali

Qualche parola vorrei, invece, spendere con riguardo al caso di acquisizioni non totalitarie, vale a dire acquisizioni nelle quali il compratore entra in società assieme al venditore.

In questo frangente, in aggiunta alle clausole tipiche della compravendita, è opportuno disciplinare, prevedendo adeguati interventi sullo statuto, una serie di aspetti inerenti alla futura vita societaria.

Entità e natura di questi interventi dipendono da vari fattori (natura finanziaria o industriale del nuovo socio; carature sociali; piani d'affari futuri ecc.); possiamo, peraltro, ricordare alcuni interventi tipici che attengono:

- *voto di lista* – è un meccanismo con il quale si stabilisce che anche il socio di minoranza potrà obbligatoriamente esprimere una quota di consiglieri di amministrazione e o sindaci;
- *obbligatoria distribuzione degli utili* – ricordo che, nelle società di capitali, gli utili vanno distribuiti dall'assemblea. Il socio di maggioranza, quindi, potrebbe decidere di mantenerli in società. È possibile però prevedere che, salvo diverso accordo di tutti i soci, almeno una quota di utili vada obbligatoriamente distribuita (ciò che va a vantaggio ai soci di minoranza);

- *clausole di trascinamento e covendita (clausole di Drag Along e Tag Along)* - esprimono il diritto e/o l'obbligo del socio di maggioranza, in caso di vendita, di *trascinare* con sé il socio di minoranza obbligandolo a vendere ad un terzo alle stesse condizioni pattuite per la vendita delle sue azioni;

- *clausole di recesso* – consistenti in pattuizioni che permettono al socio di minoranza di uscire dalla società, facendosi liquidare o vendendo la sua partecipazione al socio di maggioranza o a un soggetto gradito da questi.

Esistono, poi, pattuizioni più articolate che possono investire la emissione di nuove azioni di tipo diverso; l'attribuzione a categorie di azionisti di facoltà particolari ed altro ancora: non è in questa sede però possibile entrare nel dettaglio.

§

9. Il Closing

Una ultimissima considerazione, invece, voglio fare con riguardo alla fase del Closing.

Si tratta dell'ultima operazione esecutiva che passa attraverso la girata delle azioni; le dimissioni dei vecchi consiglieri e dei vecchi sindaci⁵ con nomina, da parte del nuovo proprietario, del nuovo CdA e del nuovo collegio Sindacale; il passaggio di tutte le consegne rilevanti e – di norma – l'assemblea con la quale il nuovo socio *libera* i vecchi amministratori e sindaci da ogni responsabilità per la passata gestione.

Mi permetto di segnalare che, per tranquillità del venditore, è opportuno che la verbalizzazione di rinuncia ad ogni azione di responsabilità venga redatta nel rispetto delle regole fissate dalla nostra giurisprudenza per la validità ed efficacia di queste delibere: non si deve, quindi, trattare di una generica liberatoria ma di una articolata e motivata rinuncia che va redatta con doveroso scrupolo.

Vi ringrazio dell'attenzione

⁵ I sindaci non sono liberamente revocabili. Rientra nella negoziazione contrattuale prevedere le spontanee dimissioni del Collegio Sindacale.