ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

FONDAZIONE COMMERCIALISTI ODCEC di MILANO

Le operazioni di M&A: aspetti strategici e operativi

Struttura giuridica di un'operazione M&A: Asset Deal e Share Deal a confronto

Antonia Verna
Partner
Portolano Cavallo

Giovanni Ricci
Notaio in Milano

Giorgio Ferrero
Associate
Portolano Cavallo

26 febbraio 2018, corso Europa 11 – Milano

Di che cosa parleremo oggi?

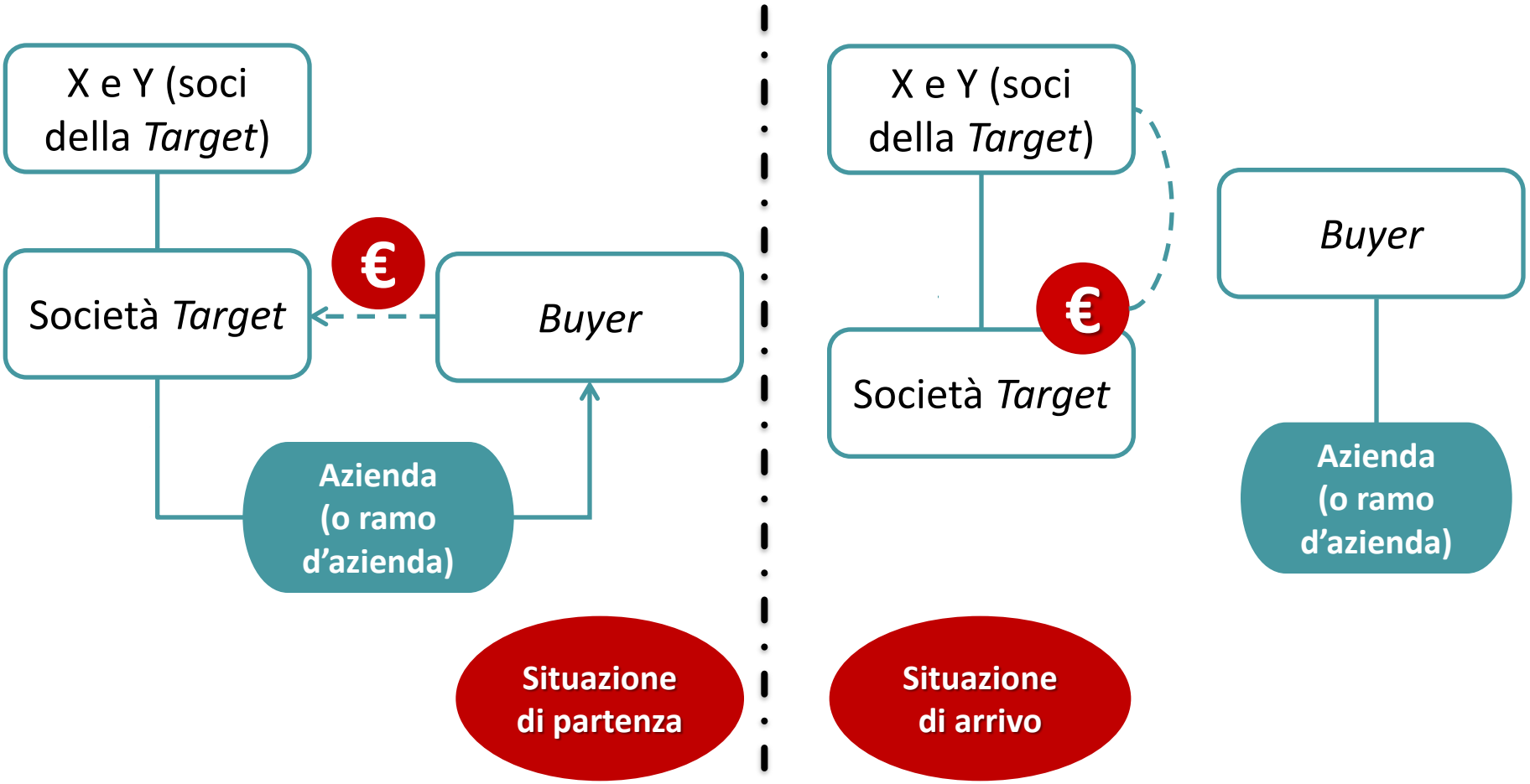
Asset Deal: cessione di azienda o di ramo di azienda

Share Deal: cessione di partecipazioni azionarie o quote di società

Quali differenze in merito al processo di acquisizione ed ai contenuti?

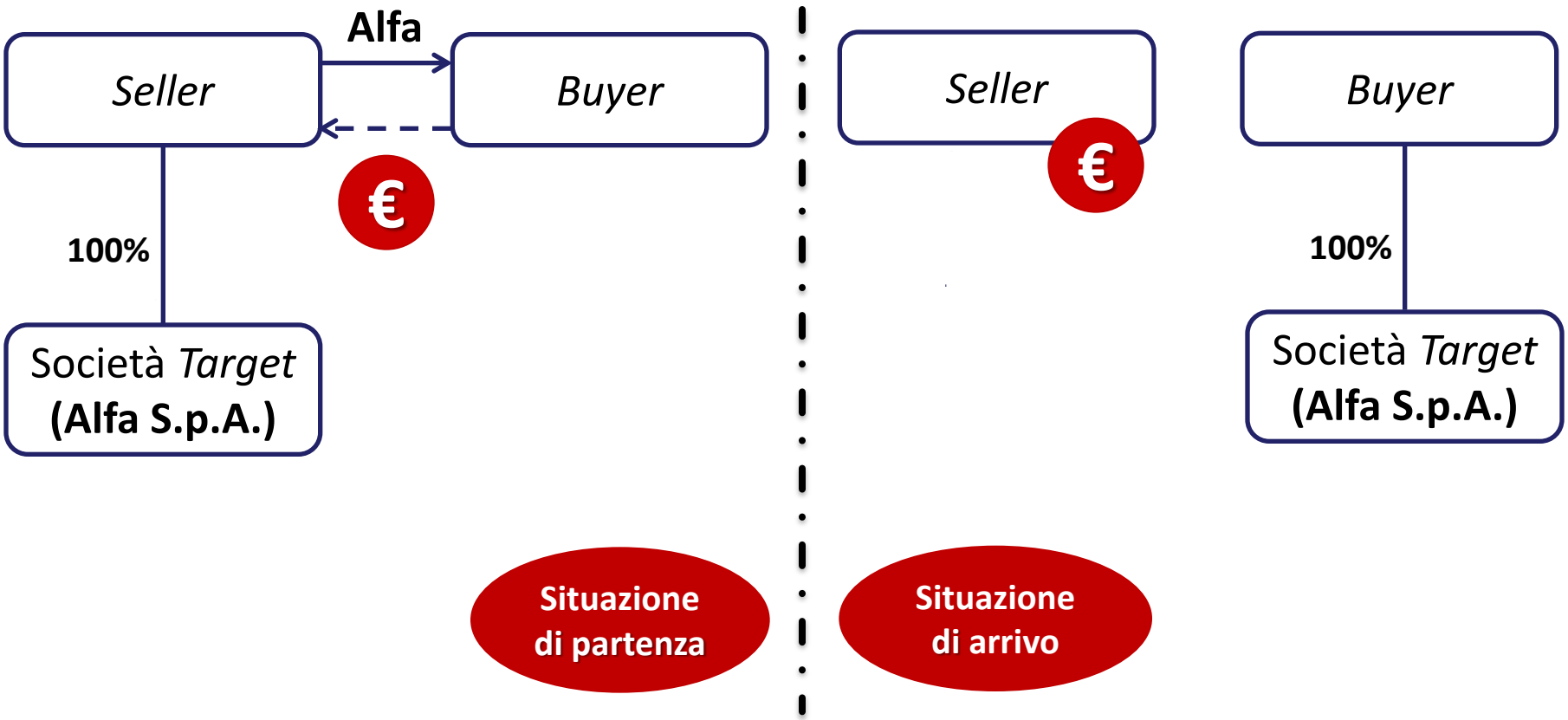
Struttura

ASSET DEAL



Struttura

SHARE DEAL



Le fasi del processo di acquisizione

Le fasi del processo di acquisizione (1)

Lettera di Intenti

PORTOLANO CAVALLO

Valore della lettera di intenti

Documento **senza** alcun vincolo giuridico: poco usato nella pratica delle trattative finalizzate alla realizzazione di operazioni di acquisizione

Documento volto a fissare e regolare il **processo di negoziazione** tra le parti o taluni elementi essenziali risultanti da una fase di trattativa già condotta e che le parti intendono fissare come punti fermi della successiva fase di negoziazione (responsabilità **precontrattuale**)

Documento che già contiene tutti gli elementi essenziali del contratto che le parti intendono stipulare (**contratto preliminare**)

Documento che già contiene tutti gli elementi essenziali e accessori di un vero **contratto definitivo**: la parte che vuole farne valere l'efficacia avrà diritto di agire per adempimento o per la risoluzione con risarcimento del danno

Le fasi del processo di acquisizione (2)

Due Diligence

PORTOLANO CAVALLO

Identificazione di eventuali problematiche o rischi di rilievo relativi alla società o al complesso aziendale oggetto di compravendita

ASSET DEAL

! Clausole di **non-assignment**

SHARE DEAL

! Clausole di **change of control**

Conoscenza da parte dell'acquirente delle principali caratteristiche dell'attività della società target al fine di poter definire meglio la propria offerta economica

Determinazione delle aree di rischio inerenti l'attività della *target* al fine di migliorare la negoziazione delle R&W nonché delle eventuali limitazioni agli obblighi di indennizzo del venditore

Le fasi del processo di acquisizione (3)

Il contratto di acquisizione

PORTOLANO CAVALLO

Alcune clausole tipiche

Condizioni al closing – Asset Deal

PORTOLANO CAVALLO

Notifica al terzo contraente e rinuncia al diritto di recesso

Consenso del terzo creditore alla cessione

Disciplina civilistica (1)

PORTOLANO CAVALLO

SUCCESSIONE NEI CONTRATTI

Art. 2558 c.c.: salvo patto contrario, il *buyer* subentra nei contratti per esercizio azienda ceduta che **non** hanno carattere personale

Diritto di recesso: al terzo contraente è attribuita la facoltà di recedere per **giusta causa**

Disciplina civilistica (2)

PORTOLANO CAVALLO

DISCIPLINA DEI CREDITI

Art. 2559 c.c.: la cessione dei crediti è efficace nei confronti dei terzi da momento dell'iscrizione del trasferimento nel R.I.

il debitore ceduto che paga in **buona fede** al *seller* è liberato

DISCIPLINA DEI DEBITI

Art. 2560 c.c.: il *seller* non è liberato dai debiti ante-trasferimento senza il consenso dei creditori

risponde **anche** il *buyer* se debiti risultano da libri contabili

Contratto di acquisizione – Share Deal

PORTOLANO CAVALLO

CONSIDERAZIONI PRELIMINARI

- Contratto allo stesso tempo «tipico» e «atipico»
- Oggetto della compravendita è un bene c.d. «immediato» (partecipazioni)
- Oggetto delle garanzie sono il bene cd. «mediato» (la società *target*)

Dichiarazioni e garanzie (1)

PORTOLANO CAVALLO

DEFINIZIONE E FUNZIONE

- clausole con cui il *seller* rappresenta al *buyer* una determinata circostanza, garantendo che quanto dichiarato è conforme alla realtà e assumendosi il relativo obbligo di indennizzo in caso di non conformità

- rimedio a tutela del *buyer* quando, a contratto concluso, dovesse riscontrare in capo alla *target* una situazione differente rispetto a quella garantita

- strumento per fare sì che il *seller* faccia *disclosure* al *buyer* delle problematiche della *target*

Dichiarazioni e garanzie (2)

PORTOLANO CAVALLO

LEGAL WARRANTIES

- riguardano solitamente proprietà e qualità delle partecipazioni compravendute

Per esempio:

- piena proprietà e libera disponibilità delle partecipazioni
- assenza di limitazioni alla circolazione delle azioni
- assenza di vincoli, gravami e diritti di terzi
- *good standing* della *target*

BUSINESS WARRANTIES

- riguardano consistenza e solidità del patrimonio della società (inteso in senso ampio), descrivendo non solo la situazione patrimoniale della *target*, ma l'intero complesso di beni e rapporti che fanno capo alla stessa
- tradizionalmente sono suddivise in **analitiche** e **sintetiche**

Violazione di dichiarazioni e garanzie

PORTOLANO CAVALLO

RIMEDI IN CASO DI «*MISREPRESENTATION*»

Rimedi legali (codice civile)

- Inadempimento *ex* art. 1495: risoluzione del contratto/riduzione del prezzo + risarcimento del danno
- Inadempimento *ex* art. 1453: *aliud pro alio*: il bene è ontologicamente diverso rispetto alle aspettative
- Errore essenziale o dolo: annullamento del contratto
- Dolo incidente
- *Etc*.

Rimedi convenzionali (contratto)

«*… il venditore è tenuto a risarcire e tenere indenne l'acquirente in relazione a qualunque perdita conseguente al fatto che una o più delle dichiarazioni e garanzie di cui al precedente articolo [X] risulti non essere veritiera e corretta*»

Prime pronunce giurisprudenziali

PORTOLANO CAVALLO

ORIENTAMENTO «TRADIZIONALE»

- Non esiste alcuna norma che preveda, in ipotesi di vendita di azioni, il riferimento al dato dell'esattezza e della veridicità del bilancio, quale necessario parametro del valore delle azioni. **(Cass. Civ. 16031/2007)**

- La differenza tra la consistenza quantitativa del patrimonio sociale e quella indicata nel contratto, incidendo sul valore delle azioni/quote, può integrare la mancanza di qualità essenziali che rende ammissibile la risoluzione del contratto *ex* art. 1497 c.c.

  Alla luce di tale indirizzo che la Corte reputa pienamente condivisibile le cd. *business warranties*, sono soggette al termine di prescrizione annuale di cui all'art. 1495 c.c., non derogabile dalle parti per previsione espressa dall'art. 2936 c.c. **(Corte Appello Milano, 21 novembre 2008)**

La posizione della dottrina

I DIVERSI ORIENTAMENTI IN GIURISPRUDENZA E DOTTRINA

- Le *business warranties* rappresenterebbero pattuizioni di garanzia espressione dell'autonomia contrattuale e disciplinate quindi integralmente dalla stessa autonomia contrattuale. **(Collegio Arbitrale, 14 novembre 2008)**

- Le *business warranties*, lungi dal rappresentare, il veicolo attraverso il quale i venditori promettono qualità essenziali dell'oggetto della compravendita di azioni, costituiscono patti autonomi rispetto a quest'ultima, in quanto non attengono all'oggetto immediato del negozio; ne deriva che ad esse non pare applicabile la disciplina di cui agli art 1497 c.c. e 1495 c.c. **(Corte Appello Milano n. 2801/2013)**

- La dottrina è concorde con la giurisprudenza arbitrale. Ha inoltre contestato l'orientamento giurisprudenziale «tradizionale» ritenendo che in nessun modo i fatti attenenti all'attività sociale o alle qualità o situazioni dei beni sociali possano elevarsi al rango di qualità delle partecipazioni.

Una possibile soluzione

CASS. CIV. 16963/2014

- Le disposizioni di cui agli artt. 1497 c.c. e/o 1490 c.c. non si applicano in caso di compravendita di partecipazioni con riguardo alle garanzie contrattuali sul patrimonio

- Le garanzie contrattuali sono volte a garantire una certa consistenza patrimoniale della società, ma tale consistenza è qualcosa che attiene alla convenienza del prezzo pattuito per la cessione della partecipazione, e quindi, in definitiva, alla convenienza economica dell'operazione di cessione

- Pertanto, esse costituiscono **prestazioni accessorie** al trasferimento del diritto soggette all'ordinario termine di prescrizione **decennale**

La giurisprudenza successiva

PORTOLANO CAVALLO

PRONUNCE CONFORMI

- Con la pronuncia in commento, la Cassazione, pur senza entrare nel merito della questione, conferma implicitamente l'interpretazione della Corte d'Appello che aveva deciso la non applicabilità dell'art. 1495 c.c. alle garanzie contrattuali. **(Cass. Civ. 26191/2016)**
- La corrispondenza o meno del valore del bene venduto al prezzo pattuito non attiene alle qualità (essenziali o promesse) previste dall'art. 1497 c.c. **(Trib. Roma, 5 ottobre 2015)**

PRONUNCE CONTRARIE

- La Cassazione, sebbene in *obiter dictum*, riporta in auge l'applicabilità del regime delle garanzie *ex* art. 1497 c.c. in presenza di garanzie riferibili alla consistenza del patrimonio sociale. **(Cass. Civ. 14255/2015)**
- Il Tribunale di Roma afferma l'applicabilità della disciplina della vendita nel caso in cui siano previste garanzie convenzionali **(Trib. Roma, 28 settembre 2015)**

Clausole di indennizzo

Prezzo fisso da pagare al Closing

PORTOLANO CAVALLO

Prezzo fisso e pagamento al Closing

- struttura più semplice
- solitamente più gradita dal *seller*
- contenuto clausola:
  - importo
  - pagamento al Closing
  - modalità
- non praticabile se il *buyer*…
  - non dispone di tutto il prezzo
  - vuole garanzia per eventuali indennizzi

Prezzo differito

PORTOLANO CAVALLO

Rischi in capo al *seller*

- mancato o ritardato adempimento del *buyer* al pagamento delle rate di prezzo differito
- tipologia del *buyer* (*e.g.*, veicolo societario, persona fisica, *etc.*) che non dà garanzia di solvibilità
- difficoltà nell'eventuale azione esecutiva (*e.g.*, *buyer* con sede in stato estero)

Garanzie e tutele del *seller*

- garanzie bancarie (meglio se a prima richiesta)
- garanzie gruppo (*patronage*, *parent company guarantee*)
- garanzie su beni del *buyer* (pegno su azioni)
- depositi vincolati (*escrow*)
- altro (interessi moratori; decadenza dal beneficio del termine)

Diritto di compensazione

- compensazione legale non tutela sufficiente per *seller*
- compensazione con somme dovute da *buyer* (indennizzo)
- clausole tipo contengono tipologia crediti, diritto di ritenzione e relative modalità, garanzie in favore del *seller* e meccanismi si svincolo somme da pagare al *seller*

Locked-Box

PORTOLANO CAVALLO

Finalità

- Prezzo fisso calcolato su situazione contabile recente (spesso bilancio di esercizio)
- Necessità del *buyer* che situazione non cambi tra c.d. *Locked-Box Date* e Closing

Processo

- Divieto per il *seller* di effettuare operazioni che possano alterare il valore della *target* (*leakages*)
- Previsione di attività «straordinarie» non vietate (*permitted leakages)*

Struttura

- Elenco attività vietate e permesse tra c.d. *Locked-Box Date* e Closing
- Specifici indennizzi a favore del *buyer* in caso di compimento di attività vietate
- *Locked-box* è solitamente considerato più *buyer-friendly*

Clausola di aggiustamento

Closing Accounts

PORTOLANO CAVALLO

Finalità

- Prezzo calcolato su bilancio o situazione contabile di riferimento (non attuale)
- Necessità del *buyer* di conferma che al Closing la situazione non sia cambiata

Processo

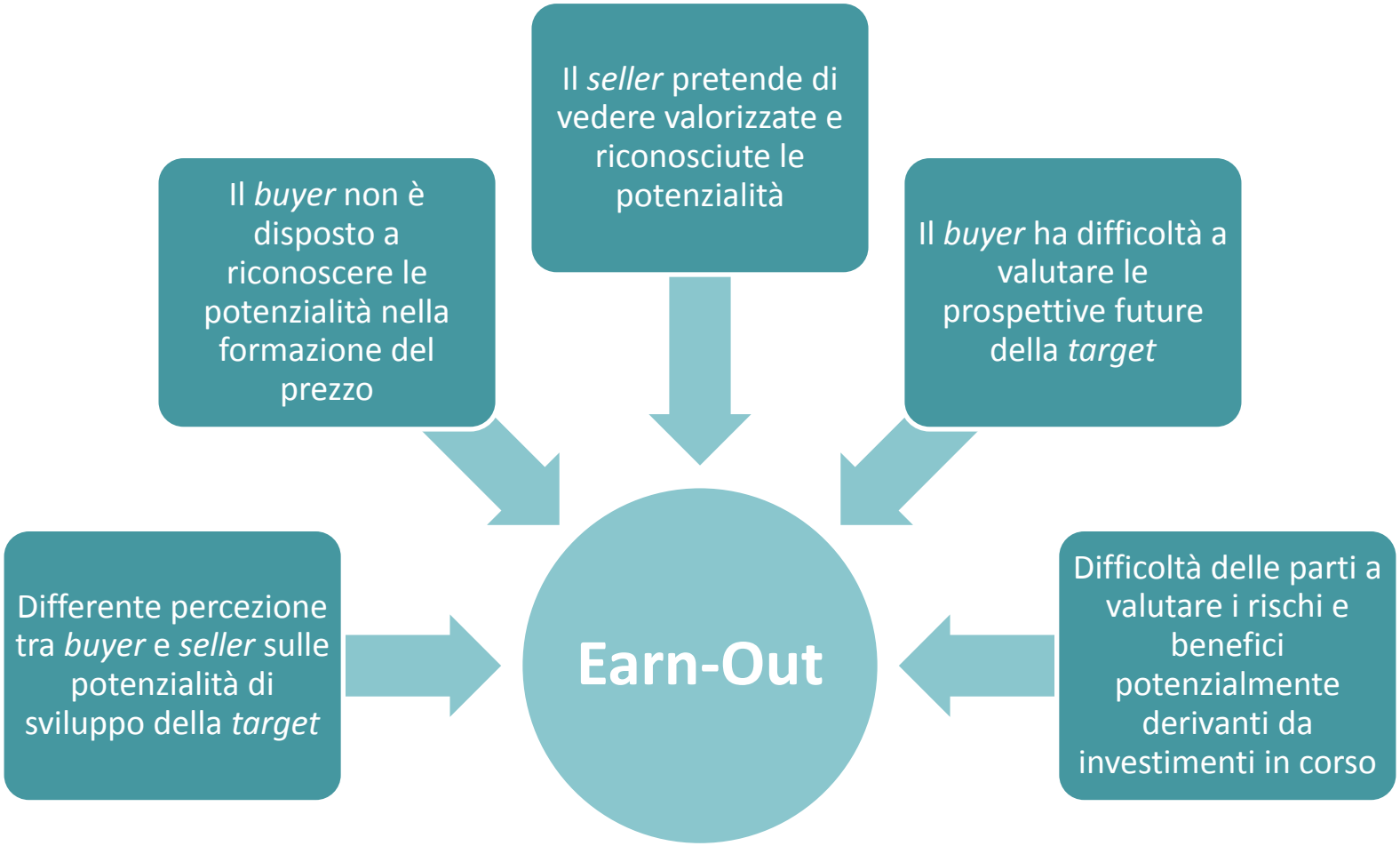
- *Buyer* prepara situazione al Closing per confronto con situazione di riferimento
- Verifica del *seller* di situazione al Closing e risoluzione eventuali controversie

Struttura

- Prezzo determinato con scostamenti di valori e parametri tra le situazioni contabili
- Possibile pagamento provvisorio al Closing con eventuali garanzie (*escrow*)
- Determinato il prezzo finale, pagamento al *seller* o rimborso al *buyer*

Parte di prezzo legato a *performance*

PORTOLANO CAVALLO



Garanzia delle obbligazioni

PORTOLANO CAVALLO

ESCROW

- costituzione di un rapporto di deposito fiduciario con un soggetto terzo (*escrow agent*) il quale riceve dal *buyer* una somma di denaro (solitamente parte del prezzo)
- le somme in *escrow* possono essere a tutela del pagamento di tutto o parte del prezzo (pro-*seller*) oppure a garanzia degli indennizzi in caso di *misrepresentations* (pro-*buyer*)

Le fasi del processo di acquisizione (4)

Signing e Closing

PORTOLANO CAVALLO

NON CONTESTUALE

Signing

- Firma del contratto
- Contratto preliminare?

Closing

- Esecuzione contratto
- Girata azionaria
- Atto di trasferimento quote
- Atto di trasferimento azienda
- Pagamento

Patti parasociali

PORTOLANO CAVALLO

CLAUSOLE PRINCIPALI

Regole di *governance*

- *Quorum*
- Composizione CdA e CS
- Poteri AD
- *Governance* di gruppo

Trasferimento partecipazioni

- *Lock-up*
- Prelazione
- *Drag-along*
- *Tag-along*
- Opzioni *put* e *call*

Varie

- Durata
- Rapporto con statuto
- *Non-compete*
- Adesione dei nuovi soci

OPEN MIC