

THE Independent REVIEW

Anno IV - n° 3/4 - Maggio/Agosto 2006



A tutto Internet

di Marco Palombi
e Howard Liptzin

Il motore dello sviluppo

di Anna Gervasonie

Il viaggiatore sostenibile

di Brian T. Mullisi

La Topolino amaranto

di Rodolfo Gaffino Rossi

La valuta plaid

di Julien Laplante

Il bello dell'asset

di Nicoletta Marinelli

Scambi tra players

di Monica Cocco

Sensale? No, broker

di Patrizia Elena Meli

Colpire al cuore

di Gianni Dal Maso

Scambi tra players

Dalle lettere di intenti ai preliminary agreements, ecco il panorama degli strumenti di negoziazione internazionale necessari nelle trattative in materia di merger & acquisition

di Monica Cocco*

** Laureata in Giurisprudenza all'Università Cattolica di Milano e specializzata al Certi dell'Università Bocconi, ha maturato la propria esperienza presso studi legali a circuito internazionale a Milano e a Londra. Oggi svolge la professione di avvocato a Milano, occupandosi di operazioni societarie, start up di imprese, trasferimenti patrimoniali, sviluppo commerciale estero, marketing ed eventi. Oltre alle pubblicazioni scientifiche su testate nazionali e all'attività di convegni, è consulente di Adico International, che riunisce il management italiano attivo all'estero.*

Sin dalle sue primissime fasi, la trattativa in materia di M&A è caratterizzata da un intenso scambio tra i *players* di intese preparatorie, ovvero di lettere di intenti, memorandum of understanding, confidentiality agreement, stand still agreement e lettere di patronage.

Con questo scambio, i *players* sviluppano i capisaldi dell'operazione, affinano e puntualizzano le reciproche intenzioni, molto spesso con la convinzione di non essere niente affatto obbligate al *closing*.

In realtà, le vertenze giudiziali in merito al grado di obbligatorietà dei documenti nella fase delle trattative in materia di M&A sono molto numerose e non di univoca soluzione. E così, a seconda delle circostanze, una lettera di intenti può anche vincolare le parti, se caratterizzata – come vedremo – da contenuti essenziali ai fini dell'operazione.

Le trattative di M&A

Le trattative concernenti i trasferimenti di partecipazioni, sia che riguardino la totalità dei titoli che un pacchetto singolo, rendono necessaria una serie di in-

tese preparatorie, finalizzate a consentire all'acquirente di meglio conoscere e valutare l'oggetto della transazione, nonché a definire gradualmente il testo di quello che, all'esito positivo della trattativa, diverrà l'accordo vincolante tra acquirente e cedente.

Difatti, un pacchetto azionario si presenta generalmente come un'entità di non facile valutazione sotto il profilo economico, anche in considerazione delle passività, attuali o potenziali, che non sono immediatamente percepibili per il potenziale acquirente.

Raggiunto l'accordo sul prezzo, le parti devono accordarsi in merito a tutta una serie di elementi di notevole rilevanza, quali le modalità di pagamento, le garanzie sulla patrimonialità, eventuali accordi sulla *corporate governance* in caso di trasferimento parziale di un singolo pacchetto, sia prima che dopo il *closing*.

Le lettere di intenti.

Il primo e significativo passaggio nello svolgimento delle trattative è dato dalla sottoscrizione delle parti di una lettera di intenti.

La *letter of intent* o *lettres d'intentions* o *memorandum of understanding* o *head of agreement* non indica un solo tipo di documento, ma racchiude gli scritti che vengono redatti nella fase antecedente al contratto, dalla semplice documentazione alla intesa preliminare, sino al contratto preliminare.

E' bene precisare che raramente una lettera di intenti resta priva di un qualsiasi effetto giuridico tra le parti, a prescindere dalla circostanza che la stessa sfoci poi in un contratto, preliminare o definitivo, di trasferimento di partecipazioni o di cessione di azienda.

Difatti, a seconda del contenuto e della presenza di talune clausole, dalla lettera di intenti possono derivare diversi gradi di responsabilità, a seconda che le parti

- (i) abbiano inteso puntualizzare lo stadio delle trattative e il programma per il prosieguo di essa (da cui deriverebbe responsabilità precontrattuale per violazione della buona fede e abbandono ingiustificato delle trattative);
- (ii) abbiano inteso puntualizzare accordi già raggiunti, sebbene non siano ancora vincolati all'accordo definitivo (da cui deriverebbe responsabilità precontrattuale o *culpa in contrahendo*);
- (iii) abbiano raggiunto accordi essenziali e si siano vincolati al definitivo (da cui deriverebbe responsabilità contrattuale).
- (iv) abbiano raggiunto non solo gli accordi essenziali, ma an-

che quelli accessori, e si siano obbligati al trasferimento materiale dei titoli in un momento successivo (da cui deriverebbe responsabilità contrattuale)

Legge applicabile: una scelta fondamentale

Le lettere di intenti non sono tipizzate nel nostro sistema di *civil law*, ma derivano direttamente dal sistema di *common law*, e fanno ormai parte della prassi negoziale di M&A.

Perciò, una lettera o un documento può risultare vincolante per le parti a seconda della Legge applicabile all'operazione.

Per evitare brutte sorprese, in presenza di *players* stranieri, è consigliabile, sin dall'inizio, stabilire di quale paese è la Legge applicabile alla trattativa in corso.

Gli accordi essenziali e vincolanti.

Le operazioni di trasferimento di partecipazioni societarie sono "accordi a formazione progressiva", che si perfezionano nel momento in cui viene raggiunto l'accordo sugli elementi essenziali dell'operazione.

Ma quali sono, veramente, i termini essenziali di una operazione di trasferimento titoli?

E' evidente come, per una corretta gestione delle trattative di M&A – laddove gli interessi e le priorità delle parti possono largamente differenziarsi tra loro con riguardo alla tempistica, all'aspetto finanziario, all'accensione di garanzie, ecc. – è fondamentale che i *players* definiscano *ab initio* quali sono ritenuti gli

Le lettere d'intenti non sono tipizzate nel nostro sistema di civil law

segue

Con l'espressione
lettere d'intenti
si è soliti individuare
i documenti più diversi

elementi essenziali dell'operazione (prezzo, garanzie, modalità di pagamento, tempi del *closing*, ecc.).

Difatti, spesso vi è l'impossibilità pratica di ricostruire a posteriori quali fossero ritenuti da ciascuna delle parti elementi essenziali durante le trattative.

Pertanto, onde evitare che una lettera di intenti possa essere riconosciuta come accordo preliminare vincolante, è bene che le parti, sin da subito, chiariscano: (i) quali sono ritenuti gli elementi essenziali dell'accordo; (ii) le modalità e i tempi con cui siglare tali accordi essenziali e vincolanti.

Le lettere di intenti vincolanti.

E' chiaro che con l'espressione *lettera di intenti* si è soliti individuare nella prassi i documenti più diversi, con contenuto e finalità più vari.

Non è sufficiente il *nomen juris* dato dalle parti, ma occorre fare riferimento allo scopo per cui esse sono sottoscritte, cioè rimediare alla *anarchie terminologique* che spesso contraddistingue le scritture private, ricercando, invece, se vi sia la volontà delle parti di vincolarsi agli accordi raggiunti.

Pertanto, anche se, il più delle volte, la lettera di intenti indica solo un'intesa preparatoria, in realtà, quando la lettera contiene tutti i requisiti di cui all'art. 1325 codice civile, nonché l'accordo sugli elementi essenziali dell'operazione, senza riserva di trattativa ulteriore, si dovrà dire – nonostante l'intitolazione “let-

tera di intenti” – di essere in presenza di un contratto preliminare.

Le operazioni di trasferimento di partecipazioni si caratterizzano per lo sfasamento temporale tra il momento in cui, esaurite le trattative, le parti stipulano il contratto ed il momento in cui le parti rinviando l'esecuzione.

La giurisprudenza della Corte di Cassazione privilegia il principio secondo il quale il contratto di cessione dei titoli azionari, che si perfeziona già con il consenso delle parti, non produce immediatamente effetti traslativi, ma solamente effetti obbligatori (le parti, cioè, con il contratto di cessione, si obbligano ad eseguire materialmente il trasferimento dei titoli).

Di conseguenza, se la lettera di intenti testimonia il raggiungimento dell'accordo tra le parti sugli elementi essenziali dell'operazione - esaurendo la fase delle trattative e posticipando gli aspetti marginali ed accessori – essa vincola le parti, spesso subordinando l'efficacia al verificarsi di un evento (ad es. *due diligence*) e rinviando il trasferimento materiale dei titoli.

In un caso devoluto al Tribunale di Bologna avente ad oggetto la qualificazione giuridica di una lettera di intenti, i giudici hanno qualificato l'accordo intercorso tra le parti (e da esse denominato, appunto) “lettera di Intenti”, come un contratto preliminare (Trib. Bologna 28 marzo 1985, in Nuova Giur. Civ. Comm., 1986, I, 170).

Il presupposto della motivazione di tale sentenza è la circostanza

secondo cui le lettere di intenti non sono tipizzate nel nostro ordinamento, poiché derivano da una prassi commerciale contemporanea, e pertanto il giudice chiamato ad individuare le conseguenze giuridiche di una lettera di intenti, deve necessariamente, con un accertamento in concreto, sussumere il documento in oggetto in una delle seguenti categorie: contratto definitivo, il contratto preliminare, intesa preparatoria.

La mancanza di una autonoma qualificazione giuridica della lettera di intenti comporta necessariamente un'indagine sulla fattispecie concreta, sulla lettera del documento, sulle intenzioni reali delle parti e sul loro comportamento (in senso conforme, Corte di Cassazione 17 marzo 1994 n. 2548, in Foro Italiano 1994, I, 1366).

Pertanto, nel caso in cui le Parti abbiano fissato per iscritto gli elementi essenziali dell'accordo (prezzo, oggetto, modalità di pagamento, tempistica del trasferimento dei titoli), obbligandosi entro un certo termine (ancorché non essenziale) alla stipulazione del definitivo, rinviando la specificazione degli elementi non determinanti del consenso ad un momento successivo, occorre verificare se, in concreto, gli elementi già definiti nella lettera di intenti in oggetto consentano la determinabilità o meno dell'oggetto dell'accordo.

E, in caso affermativo, si evince a buon diritto l'obbligatorietà dell'accordo e la conseguente responsabilità contrattuale della parte che non adempie all'accor-

do definitivo, la quale sarà tenuta all'integrale risarcimento dei danni sia del danno emergente che del lucro cessante.

Le lettere di intenti non vincolanti.

Anche quando la lettera di intenti non contiene alcun obbligo per le parti di contrarre l'accordo definitivo e il trasferimento materiale dei titoli, tuttavia, ancorché non vincolante, essa ha una funzione storica e probatoria delle trattative e le dichiarazioni in essa contenute hanno comunque natura di atti prenegoziali.

L'ordinamento giuridico italiano prevede all'art. 1337 codice civile che le trattative devono essere condotte secondo buona fede; così come la Convenzione di Roma del 1980 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali prevede il principio di correttezza nelle trattative.

Perciò, la lettera di intenti può costituire la prova determinante della responsabilità pre-contrattuale ex art. 1337 codice civile.

Se lo svolgimento delle trattative è, per serietà e concludenza, tale da determinare un affidamento nella stipulazione dell'accordo definitivo di trasferimento, la parte che recede senza una giusta causa, violando volontariamente l'obbligo di comportarsi secondo buona fede, è tenuta al risarcimento dei danni nei limiti del c.d. interesse negativo, rappresentato sia dalle spese inutilmente sostenute nel corso delle trattative in vista del buon fine, sia dalla perdita di ulteriori occasioni per la conclusione del-

La lettera d'intenti può costituire la prova determinante della responsabilità pre-contrattuale ex art 1337 cc

segue

lo stesso tipo di accordo o più vantaggioso addirittura.

Va da sé che, laddove si sia in presenza di una lettera di intenti formulata in modo tale che le parti non si siano obbligati all'accordo finale, né abbiano raggiunto accordi essenziali vincolanti, il mancato raggiungimento di un accordo finale non è di per sé causa di responsabilità precontrattuale. E' infatti principio consolidato quello secondo cui lo svolgimento di trattative non comporta alcun obbligo di contrarre; fino a quando una delle due parti conserva infatti il potere di revocare la proposta o l'accettazione, l'avvio di una trattativa non consente all'altra parte di fare affidamento all'esito positivo della stessa.

Tuttavia, nello sviluppo delle trattative, la responsabilità precontrattuale può sorgere quando una parte abbia indotto l'altra parte a fare ragionevole affidamento sulla conclusione dell'accordo e abbia poi ingiustificatamente interrotto le trattative in modo arbitrario. I presupposti della responsabilità precontrattuale sono generalmente ravvisati dalla giurisprudenza (i) nello stadio avanzato delle trattative; (ii) nel ragionevole affidamento suscitato nella conclusione dell'accordo; (iii) nell'assenza di una giusta causa di recesso dalle trattative.

Confidentiality agreements o accordi di segretezza.

A differenza della lettera di intenti, che può essere una mera intesa preparatoria non vincolante, gli accordi di segretezza o

confidentiality agreements – altra categoria di documento precontrattuale derivante dalla prassi internazionale di *common law* – sono vincolanti tra le parti.

Questi accordi stabiliscono l'obbligo giuridico di non divulgare a terzi le informazioni riservate scambiate tra le parti in sede di trattative, né ad utilizzarle per sé a qualunque scopo, spesso anche ponendo in essere delle vere e proprie misure protettive dei dati; a meno che tali dati non diventino di pubblico dominio. In caso di violazioni, gli accordi di segretezza o *confidentiality agreements* determinano responsabilità contrattuale in capo alle parti: è per questo consigliabile inserire nell'accordo una clausola penale ex art. 1382 codice civile, onde circoscrivere una eventuale richiesta di risarcimento dei danni.

Gli accordi di segretezza o *confidentiality agreements* possono anche essere inclusi come clausola vincolante in una più ampia lettera di intenti di natura non vincolante.

Stand still agreements o accordi di esclusiva.

Ulteriore preoccupazione delle parti impegnate nelle trattative precontrattuali è quella di assicurarsi che la controparte non intrattenga contemporaneamente altre negoziazioni con terzi per la stessa operazione. Questo avviene ad esempio quando, pur facendo credere di essere interessati all'operazione di *merger* o *acquisition*, in realtà si cerca di arrivare ad un prezzo di riferimento, al fine di rendere opera-

A differenza
delle lettere d'intenti
gli accordi di segretezza
vincolano le parti

tiva una clausola di prelazione stipulata in precedenza a favore di un terzo.

E' chiaro che, in linea generale, non vi è nessun divieto di legge di condurre trattative parallele, ma sempre con il limite della buona fede nelle trattative stesse, la cui violazione determina la responsabilità precontrattuale e l'obbligo di risarcire i danni.

Tuttavia, per operazioni particolarmente complesse o economicamente strategiche, le parti possono prevedere, all'interno di una lettera di intenti o con un singolo accordo, un reciproco vincolo – *stand still agreement* – in base al quale il potenziale cedente si impegna, fino ad un certo termine, a non stipulare contratti preliminari o definitivi e a non intrattenere - direttamente o indirettamente, per interposta persona o tramite società fiduciarie, con terzi, persone fisiche o giuridiche – negoziazioni, trattative, accordi, colloqui, relativamente alla possibile cessione, permuta, sottoposizione a vincoli dei titoli oggetto della trattativa principale. La società che potenzialmente acquista i titoli, invece, si impegna a non intrattenere trattative per fusione, alienazione, permuta o affitto dell'intera azienda o di un ramo o di un singolo cespite della società.

Anche l'accordo di *stand still* o esclusiva è vincolante e obbligatorio, e in caso di violazione determina responsabilità contrattuale vera e propria, il cui risarcimento può trovare limite in una clausola penale predeterminata.

Lettera di patronage

Con particolare cautela deve essere considerata la Lettera di patronage.

Generalmente viene redatta da una banca, ma spesso, nelle operazioni di trasferimento titoli, fusioni, ecc. viene rilasciata dalla società che detiene la partecipazione di maggioranza o comunque rilevante.

La funzione è quella di testimoniare e garantire le capacità patrimoniali e finanziarie della società che partecipa all'operazione e spesso viene erroneamente ritenuta una sorta di garanzia fideiussoria.

La differenza tra una semplice Lettera di patronage e una garanzia sta tutta nella redazione della stessa e può quindi essere, alternativamente, vincolante o meno per la società che la emette.

Gentlemen agreement

E' sconsigliabile il ricorso ai *Gentlemen Agreement*, che nella prassi internazionale, sia per i paesi di *Common Law* che di *Civil Law* non possono avere alcuna forza contrattuale; anzi, se redatti con l'intento di manifestare delle intenzioni non vincolanti, possono essere poi interpretati dal giudice come obbligatori.

Analisi comparata

Quanto detto finora vale, naturalmente, nel caso in cui, in presenza di *players* stranieri, le parti abbiano stabilito che la Legge applicabile sia quella italiana.

Diversamente, nei Paesi di *common law* (Inghilterra, America del Nord, ecc.) le lettere di intenti, e in generale, tutti i *preli-*

La differenza
tra una lettera di patro-
nage
e una garanzia
sta nella redazione
della stessa

segue

minary agreements, non hanno efficacia vincolante tra le parti a stipulare il definitivo.

Non viene dato, cioè, alcun riguardo alla questione se le parti abbiano o no raggiunto un accordo sugli elementi essenziali dell'acquisizione, c'è ancora una distinzione netta, per così dire, tra il "tutto" (contratto) e il "niente" (trattative), senza vie di mezzo. Le trattative sono tutte impernate sulla *aleatory view*, ovvero sulla assoluta incertezza degli esiti.

Le corti statunitensi, tuttavia, si sono mostrate più flessibili, riconoscendo una sorta di responsabilità precontrattuale quando gli *agreements to negotiate* abbiano i requisiti della determinatezza (dell'operazione) e delle specifi-

che promesse. In questo caso, la parte che recede fraudolentemente dalle trattative è tenuta al risarcimento per *misrepresentation*, ovvero per mistificazione.

Le corti inglesi, invece, sono molto più rigide, in quanto, fermo restando che un contratto o esiste oppure no, riconosce il diritto al risarcimento solo quando si sia in presenza di un *tort*, ovvero di un pregiudizio economico a danno di una delle parti.

I sistemi francese e tedesco, simili al nostro per la presenza di un articolato apparato normativo – al quale di volta in volta deve farsi riferimento – sono abbastanza conformi nel ritenere non vincolante in ogni caso, laddove le parti abbiano espressamente così previsto. ■