



L'ACQUISIZIONE DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

MDA
AVVOCATI ASSOCIATI D'IMPRESA

CORTELLAZZO & SOATTO
Economia Diritto e Finanza di Impresa



15 febbraio 2012

FOREMA

LA PROCEDURA DI ACQUISIZIONE E LA SUA FASE PRELIMINARE

RELATORE: AVV. ALESSIO VIANELLO – MDA AVVOCATI ASSOCIATI DI IMPRESA

A CURA DI : AVV. ALESSIO VIANELLO - AVV. ALDO VEGLIANITI

INTRODUZIONE

3

Ogni operazione di acquisizione può rivelarsi un eccellente affare o una rovinosa catastrofe e questo per essenzialmente due fattori:

- * noncuranza nella gestione della procedura acquisitiva;
- * sottovalutazione dei problemi tecnici e negoziali.

Importanza della procedura di acquisizione e sua struttura-tipo

4

È convinzione diffusa che nell'acquisizione di un'azienda il punto essenziale sia costituito dal raggiungimento di un accordo sul prezzo e che il resto rappresenti poco più che una formalità.

In realtà: i rischi principali insiti in un'acquisizione di un'un'azienda, in particolare di un'azienda in crisi, sono eliminabili attraverso una corretta procedura acquisitiva.

Nella prassi la procedura di acquisizione si struttura usualmente secondo il seguente schema:

- 1) Individuazione dell'azienda *target*
- 2) Prima valutazione della stessa
- 3) Sottoscrizione di un patto di segretezza
- 4) Firma della Lettera di intenti

- 6) *Due diligence: business, legale, fiscale, contabile, altro (ad es. urbanistico-ambientale)*
- 7) Impostazione delle modalità di acquisizione (compravendita d'azienda o di partecipazioni)
- 8) Contratto Preliminare
- 9) Gestione della fase interinale (autorizzazioni ed aspetti sindacali)
- 10) *Closing* (formalizzazione del trasferimento).

INDIVIDUAZIONE DELL'AZIENDA TARGET, PRIMA VALUTAZIONE E PATTO DI SEGRETEZZA

6

La prima fase della procedura di acquisizione è costituita dall'individuazione del contraente, cioè dell'impresa da acquisire, cui segue una prima raccolta di informazioni.

Nello stadio iniziale del negoziato vi è la necessità di organizzare il primo approccio conoscitivo, conciliando le opposte esigenze del compratore e dell'acquirente.

Occorre tener presente che:

- * dal lato del venditore: spesso approcci con finalità di acquisizione nascondono obiettivi subdoli (ad esempio, forme di spionaggio industriale);
- * dal lato dell'acquirente: nessuno è disposto a comprare a "scatola chiusa".

La tutela di tali opposti interessi viene realizzata, in primo luogo, attraverso la sottoscrizione di un **patto di segretezza** (*confidentiality agreement*).

Patto di segretezza: si tratta di uno dei documenti c.d. **precontrattuali** che possono essere firmati dalle parti, solitamente **prima dell'inizio delle trattative**.

* **finalità:**

l'esigenza soddisfatta è quella di preservare la riservatezza delle informazioni concernenti la società *target*, che all'inizio della contrattazione il potenziale venditore mette a disposizione del potenziale acquirente;

* **natura:**

si tratta di un accordo snello, di natura vincolante per ciò che concerne il vincolo di segretezza **ma non la conclusione dell'affare;**

* **contenuto essenziale**: vengono regolati i comportamenti che le parti devono tenere nel corso del negoziato, stabilendo **l'obbligo del potenziale acquirente** di:

- a) di non divulgare le informazioni che gli vengono messe a disposizione dal potenziale venditore durante le trattative;
- b) di utilizzare dette informazioni solo ed esclusivamente in funzione della valutazione sull'opportunità dell'acquisizione e nell'ambito della trattativa.



Solo contando su tale protezione il potenziale venditore è disponibile a fornire al potenziale acquirente determinate informazioni con il rischio che poi l'affare non si concluda.

* previsioni:

- a) individuazione precisa dell'oggetto e dei soggetti abilitati a trattare le informazioni;
- b) limitazione temporale della fase di raccolta di informazioni;
- c) sopravvivenza degli obblighi di riservatezza dopo la cessazione dell'efficacia del patto;
- d) garanzia sul rispetto della normativa in materia di protezione dei dati personali da parte di chi dà e da parte di chi riceve le informazioni;
- e) limitazioni ed esclusioni del divieto di divulgazione: ad esempio nel caso in cui le informazioni scambiate divengano "pubbliche" o vi sia un provvedimento giudiziario;

- f) clausola penale per l'ipotesi di violazione (diversamente, sarebbero difficili tanto la prova quanto la quantificazione del danno);
- g) obblighi di restituzione (o di distruzione) delle informazioni scambiate in caso di "fallimento" dell'acquisizione.

Occorre tener presente che il potenziale acquirente, mettendo a disposizione tali informazioni, **non fornisce** alcuna garanzia sulla loro completezza → a differenza di ciò che avviene usualmente al momento della firma del contratto preliminare.

LA LETTERA DI INTENTI

11

Qualora, all'esito di una prima disamina della documentazione relativa all'azienda *target*, l'interesse all'acquisizione risulti confermato, nascono normalmente diverse esigenze, da parte di entrambe le parti coinvolte, che richiedono un contemperamento.

Interessi del potenziale acquirente:

- ✓ conoscere in modo più approfondito l'azienda prima di impegnarsi definitivamente all'acquisto della medesima;
- ✓ conseguentemente, svolgere un'attività di indagine (*due diligence*), non solo documentale (patto di segretezza) ma anche "interna" all'azienda;
- ✓ poter contare su di un'esclusiva (divieto di trattative parallele) ovvero di una prelazione (in caso di offerte di terzi);
- ✓ poter recedere dall'operazione senza obblighi risarcitori, qualora l'esito della *due diligence* non sia soddisfacente (senza che ciò costituisca un diritto di recesso discrezionale *ad nutum*).

Interessi del venditore:

- ✓ poter contare sulla massima riservatezza da parte dell'acquirente nella gestione delle informazioni (patto di segretezza);
- ✓ poter contare sull'impegno di buona fede della parte acquirente ad acquisire l'azienda in caso di buon esito della *due diligence* (art. 1337 c.c.)

Questa fase estremamente delicata della procedura di acquisizione viene usualmente disciplinata attraverso lo strumento della **lettera di intenti**.

- * **Finalità principali:** oltre a documentare lo stadio delle trattative, tutelare gli interessi delle due parti in una fase della procedura in cui, per il buon fine dell'operazione, è necessario consentire:

all'acquirente:

- a) un maggior approfondimento dell'azienda *target* (*due diligence*);
- b) una qualche "garanzia" sulla possibilità di non farsi sottrarre l'eventuale affare da un terzo (esclusiva o prelazione);

al venditore:

di poter contare su un impegno serio e scritto, ancorché **non vincolante** come un contratto preliminare, alla futura acquisizione dell'azienda da parte del potenziale acquirente.

- * **Avvertenza essenziale**: occorre evitare di trasformare la lettera di intenti in un contratto preliminare - cioè che vincola alla conclusione del contratto di acquisizione definitivo - attraverso un uso errato di clausole.



è opportuno specificare che le parti **non intendono concludere un accordo vincolante**, bensì proseguire le trattative anche sui punti oggetto di disciplina nella lettera di intenti (c.d. *non-binding effect*) e che si riservano la facoltà di recedere dal contratto (*freedom to contract*).

* Rischi:

- a) applicabilità dell'art 2932 c.c. (esecuzione in forma specifica dell'obbligo di concludere un contratto) → la giurisprudenza, nel valutare se un determinato documento sottoscritto dalle parti abbia natura "vincolante" va alla ricerca della effettiva volontà delle parti medesime;
- b) risoluzione del contratto per grave inadempimento contrattuale (1453 e ss. c.c.) e conseguente obbligo di risarcimento del danno (danno emergente e lucro cessante).

* Contenuto usuale:

- 1) Manifestazione di interesse alla compravendita dell'azienda.

È possibile l'indicazione di una situazione patrimoniale di riferimento o di un prezzo di riferimento, se la valutazione dell'azienda target è già stata svolta dall'acquirente al momento della stipula della lettera di intenti



si tratta, però, di indicazione **non vincolante per il seguito della trattativa** e, in ogni caso, usualmente sottoposta ad alcune condizioni (ad es. veridicità delle informazioni ricevute)

- 2) Patto di segretezza (qualora non sia già stato sottoscritto prima dell'inizio delle trattative): le relative obbligazioni **“sopravvivono”** successivamente alla scadenza dell'efficacia della lettera di intenti.

- 3) Divieto di intrattenere trattative parallele (c.d. accordi di *standstill*) per il periodo di efficacia della lettera di intenti → occorre tenere presente che tale divieto incontra i limiti di cui all'art. 1379 c.c.
- 4) Diritto di prelazione in favore del potenziale acquirente in caso di offerta di terzi.
- 5) Individuazione delle modalità di esecuzione della *due diligence*: fissazione del perimetro della *due diligence*, indicazione dei professionisti incaricati, del luogo di esecuzione e della durata.
- 6) Clausole di protezione contro lo storno di dipendenti.
- 7) Efficacia temporale della lettera di intenti.

Questo è lo schema tradizionale della prima fase di acquisizione.

Possibili varianti nella struttura dell'acquisizione

18

Tuttavia è possibile una **variante**: in situazioni particolari – prevalentemente legate a esigenze di celerità nella realizzazione dell'operazione di acquisizione - la struttura della procedura acquisitiva viene parzialmente modificata secondo il seguente schema.

1. L'azienda viene acquisita:
 - ✓ **senza il preventivo espletamento di una vera e propria due diligence**;
 - ✓ sostanzialmente sulla base della rappresentazione del valore e della consistenza dell'azienda *target* fatta dal venditore;
 - ✓ con la fissazione di un prezzo "provvisorio".
2. La *due diligence* **segue la stipula del contratto preliminare**, ove non addirittura la stipula del contratto definitivo.
3. Conseguentemente, il contratto deve disciplinare le modalità attraverso le quali **il prezzo inizialmente determinato potrà essere rettificato** in funzione del minor (o maggior) valore dell'azienda **effettivamente accertato** all'esito della *due diligence* ed opportunamente verificato in contraddittorio con la parte venditrice.

FOREMA

DAL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO AL PREZZO DI COMPRAVENDITA

RELATORE: *DOTT. SALVATORE BASILE – CORTELLAZZO & SOATTO*

15 marzo 2011



Il processo valutativo

Le principali fasi del processo valutativo:

- ✓ *Comprensione delle prospettive di continuità aziendale e/o di sviluppo*
- ✓ *Analisi del settore-mercato di riferimento*
- ✓ *Scelta del metodo di valutazione principale e dei metodi di controllo*
- ✓ *Sviluppo della valutazione*
- ✓ *Analisi di sensitività*
- ✓ *Individuazione di un range di valore all'interno del quale potrà posizionarsi il prezzo*
- ✓ *Pianificazione strategica dell'approccio alla negoziazione sul valore*

Il processo valutativo

21

Il processo valutativo deve perseguire obiettivi di:

- ✓ *Razionalità*
- ✓ *Dimostrabilità*
- ✓ *Oggettività*
- ✓ *Stabilità*
- ✓ *Convergenza*

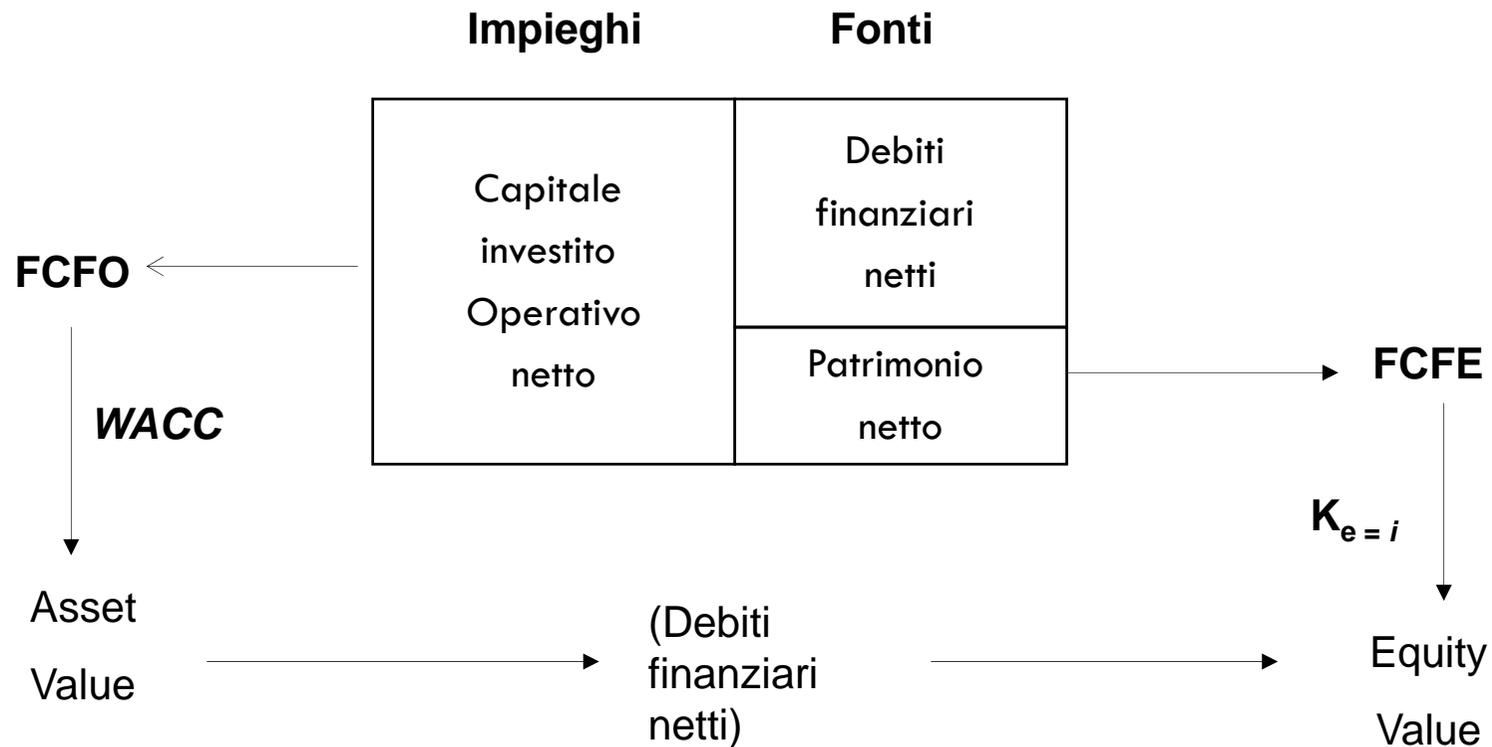
L'approccio alla scelta del metodo di valutazione

Un'indagine sul valore di un'azienda può essere condotta tramite l'adozione di:

- ✓ Logiche “**Asset Side**”, secondo le quali il valore del capitale economico di un'azienda viene determinato in modo indiretto ed è rappresentato dalla differenza fra il valore corrente dei suoi asset netti, sia tangibili che intangibili, ciascuno autonomamente valutato, ed il valore corrente delle passività finanziarie ad una determinata data.
- ✓ Logiche “**Equity Side**”, secondo le quali il valore del capitale economico di un'azienda viene determinato in modo diretto tramite l'utilizzo di metodologie valutative basate sui risultati netti economici o finanziari (utile netto o flusso netto per gli azionisti).

L'approccio alla scelta del metodo di valutazione

23



Le principali metodologie di valutazione

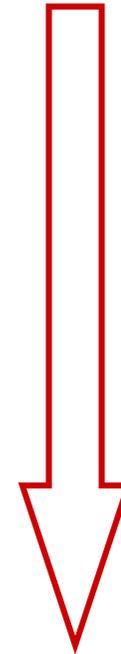
24

- ✓ *Metodi Patrimoniali (Semplice e Complesso)*
- ✓ *Metodi Redditali*
- ✓ *Metodi Misti Patrimoniali-Redditali*
- ✓ *Metodi Finanziari (Discounted Cash Flows)*
- ✓ *Metodologie dei Moltiplicatori di Società Comparabili*



Maggiore volatilità dei risultati

Tradizionali



Innovativi

I metodi patrimoniali

25

Metodo Patrimoniale Semplice

Metodo che determina il valore del capitale economico di un'impresa in funzione del suo patrimonio netto rettificato, ottenuto riesprimendo in termini di valori correnti gli elementi patrimoniali attivi e passivi.

Metodo Patrimoniale Complesso

Metodo che determina il valore del capitale economico di un'impresa in funzione del suo patrimonio netto rettificato, ottenuto riesprimendo in termini di valori correnti gli elementi patrimoniali attivi e passivi, ed aggiungendo a quest'ultimo il valore dei beni intangibili (*Intangibles*).

Requisiti **Intangibles** (solo prospettiva IAS/IFRS) per l'autonoma valutazione:

- Identificabilità / Separabilità / Controllabilità
- Capacità di generare benefici economici futuri

Il metodo reddituale

26

Metodo che determina il valore dell'azienda in base alle potenzialità di produrre reddito che essa manifesta.

In particolare, il valore dell'azienda è ottenuto mediante la capitalizzazione illimitata, o limitata, nel tempo, dei redditi netti che si prevede di conseguire in futuro ad un determinato tasso di rischio i (tasso opportunità), dato da un tasso di rendimento *free-risk* maggiorato di un premio per il rischio.

$$W = \frac{R_{MEDIO}}{i}$$

Il metodo misto patrimoniale-reddituale

27

Metodo che determina il valore dell'azienda considerando congiuntamente la componente patrimoniale e quella reddituale come sommatoria del patrimonio netto rettificato a valori correnti e del valore di avviamento, Goodwill (o Badwill), determinato autonomamente.

$$W = K + a_{ni'} \cdot (R - i \cdot K)$$

I metodi finanziari (Discounted Cash Flow)

28

Metodi che determinano il valore dell'azienda considerando congiuntamente il valore attuale dei flussi di cassa futuri (*Free Cash Flow*), il valore attuale del valore finale (*Terminal Value*), al termine del periodo di previsione analitica dei flussi, e, in caso di approccio *asset side*, l'ammontare della posizione finanziaria netta alla data della stima.

L'adozione di tali metodologie necessita della preventiva elaborazione di un Piano Economico Finanziario.

Fasi:

- ✓ Scelta dell'approccio (*asset side* o *equity side*)
- ✓ Individuazione del corretto flusso finanziario
- ✓ Determinazione del tasso di attualizzazione
- ✓ Sviluppo della valutazione
- ✓ Analisi di sensitività

I metodi finanziari (Discounted Cash Flow)

29

Asset side

$$W_A = \sum_{K=1}^n \frac{FCFO_K}{(1+WACC)^K} + TV$$

Equity side

$$W_E = \sum_{K=1}^n \frac{FCFE_K}{(1+K_e)^K} + TV$$

Dove:

W_A = valore economico del capitale investito operativo netto;

W_E = valore del capitale economico dell'azienda;

$FCFO_K$ = flussi monetari operativi attesi;

$FCFE_K$ = flussi monetari netti di periodo;

n = numero di anni;

$WACC$ = costo medio ponderato del capitale;

K_E = costo del capitale proprio = i ;

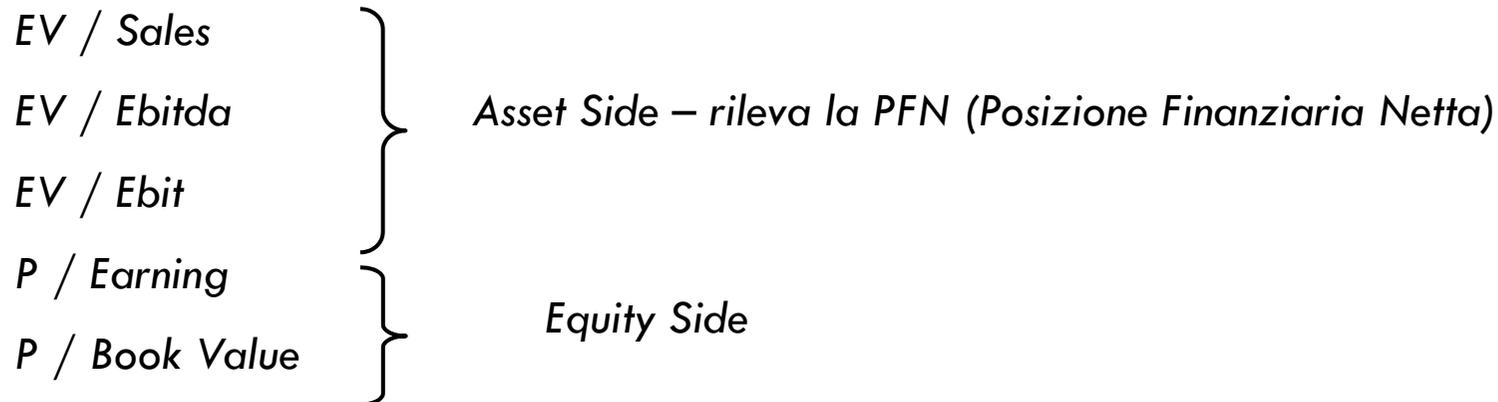
TV = valore finale (*terminal value*)

Le metodologie dei Moltiplicatori di società comparabili

30

Secondo le metodologie empiriche dei “moltiplicatori di società comparabili”, la stima del prezzo probabile di negoziazione per un’azienda non quotata, è determinato applicando ad una determinata performance economica dell’azienda oggetto di stima un moltiplicatore rappresentativo del rapporto tra il prezzo ed una misura di performance realizzata da società quotate, o non quotate ma con titoli comunque scambiati sul mercato, (c.d. “comparables”) appartenenti allo stesso settore dell’azienda oggetto di valutazione o a settori simili, detraendo poi da tale valore, nel caso di multipli *asset side*, il valore della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della stima.

I multipli prevalentemente utilizzati nella prassi sono i seguenti:



La stima del premio per il rischio e la determinazione del WACC

31

- ✓ La stima del costo del capitale proprio (i o K_e), necessaria per l'adozione di metodi di tipo reddituale o finanziario, è condotta tramite l'utilizzo della metodologia del CAPM (*Capital Pricing Asset Model*):

$$i = R_f + \beta_L [E(R_m) - R_f]$$

$$\beta_L = \left[1 + (1 - T_c) \frac{CT}{CN} \right] \beta_U$$

- ✓ La stima del WACC, costo medio ponderato del capitale proprio e del capitale di debito, è invece necessaria per l'adozione dei soli metodi di natura finanziaria. Nel WACC, il costo del capitale proprio è assunto in misura pari al tasso (i), come ottenuto tramite l'utilizzo della metodologia del CAPM, mentre il costo del debito (i^1) è pari al tasso medio di interesse passivo.

$$\text{WACC} = i^1 * \text{MT}/(\text{CN} + \text{MT}) * (1 - \text{Tax}) + i * \text{CN}/(\text{CN} + \text{MT})$$

La determinazione del prezzo

32



FOREMA

LA DUE DILIGENCE

RELATORE: *AVV. ALESSIO VIANELLO – MDA AVVOCATI ASSOCIATI DI IMPRESA*

A CURA DI : AVV. ALESSIO VIANELLO - AVV. ALDO VEGLIANITI

LA DUE DILIGENCE

Significato ed oggetto: con il termine **due diligence** si suole indicare una fase particolarmente complessa e normalmente tanto necessaria all'acquirente quanto sgradita al venditore.

Essa consiste in una serie di **accertamenti preliminari** e di natura conoscitiva svolti dall'acquirente, a propria cura e spese, attraverso l'impiego di consulenti contabili, legali e tecnici (soprattutto in materia di sicurezza ed ambiente).

E' la fase in cui l'acquirente, chiarito l'interesse all'acquisto e formulata un'ipotesi di prezzo, vuole, com'è giusto e doveroso, "guardare dentro" all'affare che si accinge a compiere.

Finalità principali:

1. Verificare la sussistenza effettiva del patrimonio, del margine di efficienza e di redditività indicato dal venditore nel bilancio o nelle dichiarazioni fatte in sede pre-negoziale o nella lettera di intenti.
2. Scoprire eventuali aree di criticità, passività o rischi di sopravvenienze passive.

Criticità legate alle posizioni negoziali delle parti:

- * **Dal lato del venditore:** riluttanza a far conoscere alcune informazioni al potenziale acquirente prima che questi assuma un impegno vincolante all'acquisto.

Quanto più il venditore “apre” l'azienda alla *due diligence*, tanto più potrà poi pretendere in sede contrattuale:

- a. la rinuncia dell'acquirente a determinate garanzie;
- b. l'applicazione di una franchigia o di un tetto massimo di responsabilità.

- * **Dal lato dell'acquirente:** quanto maggiore è la riluttanza del venditore ad una “*full disclosure*”, tanto più aumenta il sospetto ed il dubbio in capo all'acquirente che all'interno dell'azienda si annidino criticità latenti.

Quanto meno “aperta” è la *due diligence* da parte del venditore, tanto più fondata sarà la pretesa dell'acquirente di adeguate garanzie nel contratto di acquisizione.

Modalità di svolgimento della *due diligence*

1. Invio al venditore di una *check list* e raccolta della documentazione
2. Accesso al “*data room*”
3. Accesso diretto ai siti produttivi ed amministrativi dell’azienda *target*
4. Interviste al titolare, al *top management* ed ai principali consulenti dell’azienda *target* (dottore commercialista, consulente del lavoro, avvocato, responsabile sicurezza)
5. Redazione di una “*due diligence report*” che descriva in modo dettagliato tutte le verifiche svolte ed evidenzi le aree di effettiva o potenziale criticità

Dettaglio delle principali aree di verifica

1. Area economica
2. Area societaria
3. Area personale e sicurezza sul lavoro
4. Area fiscale e contabile
5. Area finanziaria
6. Area amministrativa ed autorizzativa
7. Area “*compliance*” aziendale (privacy, D. Lgs. 231/01, antitrust L. 287/90)
8. Area proprietà industriale ed intellettuale
9. Area immobiliare
10. Area contrattuale
11. Area contenzioso

FOREMA

LE MODALITA' TIPICHE DI
ACQUISIZIONE DI UN'IMPRESA
TARGET

RELATORE: DOTT. ANTONIO GUARNIERI – CORTELLAZZO & SOATTO

15 marzo 2011



Le modalità tipiche di acquisizione di un'impresa target

40

Le due modalità tipiche per acquisire l'impresa target:

- a) acquisto di azienda
- b) acquisto di partecipazione

Gli aspetti principali che determinano la scelta:

1. aspetti fiscali e conseguente impatto anche sul prezzo
2. esito due diligence: situazione debitoria e rischi del venditore
3. configurazione azienda o ramo d'azienda target
4. impatto dell'operazione sulla struttura finanziaria dell'acquirente

Acquisto di azienda o acquisto di partecipazione: Principali aspetti di natura civilistica

41

ACQUISTO DI AZIENDA

1. responsabilità solidale dell'acquirente per i debiti risultanti dalle scritture contabili del cedente (articolo 2560 cc)
2. subentro nei contratti stipulati per l'esercizio dell'azienda, salvo patto contrario (articolo 2558 cc)
3. obbligo per l'acquirente di preservare diritti dei lavoratori e responsabilità solidale per i debiti verso i lavoratori del cedente (articolo 2112 cc)
4. se il trasferimento riguarda un'azienda che occupa oltre 15 lavoratori si applica la procedura prevista dall'articolo 47 della L. 428/90

Acquisto di azienda o acquisto di partecipazione: Principali aspetti di natura civilistica

42

ACQUISTO DI PARTECIPAZIONE

1. se la società target è società di capitali: rischio nei limiti del capitale investito nella partecipazione
2. se la società target è società di persone: responsabilità per tutti i debiti esistenti al momento dell'acquisizione, anche se non risultanti dalle scritture contabili (ferma restando la responsabilità solidale del venditore ex articolo 2500 quinquies cc). In tale circostanza è assolutamente opportuno pretendere la preventiva trasformazione della società target in società di capitali

Acquisto di azienda o acquisto di partecipazione: principali aspetti di natura fiscale

43

ACQUISTO DI AZIENDA:

1. se cedente e' una societa' commerciale: tassazione ordinaria IRES, con possibilita' di rateazione in 5 esercizi se l'azienda e' posseduta da almeno 3 anni (articolo 86 tuir)
2. se cedente e' impresa individuale: possibilita' di tassazione separata se l'azienda e' posseduta da almeno 5 anni
3. puo' essere conveniente se consente utilizzo di perdite fiscali pregresse del venditore
4. per l'acquirente c'e' riconoscimento fiscale del prezzo corrisposto per l'acquisto dell'azienda
5. responsabilita' solidale dell'acquirente per i debiti tributari del cedente (articolo 14 D.Lgs, 472/1997)
6. assoggettamento dell'atto di cessione di azienda ad imposta di registro proporzionale del 3% (7-8-15% per immobili + ipocatastali del 3%)

Acquisto di azienda o acquisto di partecipazione: principali aspetti di natura fiscale

44

ACQUISTO DI PARTECIPAZIONE:

1. se cedente è persona fisica e partecipazione ceduta è qualificata (superiore al 20% dei diritti di voto o al 25% del capitale): tassazione ordinaria sul 49,72% della plusvalenza realizzata
2. se cedente è persona fisica e partecipazione ceduta è non qualificata (non superiore al 20% dei diritti di voto e al 25% del capitale): tassazione con aliquota 12,5% sulla plusvalenza realizzata
3. se cedente è società di persone o impresa individuale: come sub 1. indipendentemente dalla percentuale ceduta
4. se cedente è società di capitali: tassazione ordinaria sul 5% della plusvalenza realizzata, purchè la società ceduta abbia i requisiti pex (ininterrotto possesso da parte del cedente per i dodici mesi precedenti, classificazione nell'ambito delle immobilizzazioni finanziarie nel bilancio del cedente, no residenza in tax heaven, esercizio di impresa commerciale prevalente)
5. il prezzo pagato dall'acquirente è fiscalmente riconosciuto solo nel costo della partecipazione ma i valori dell'azienda restano quelli esistenti in capo alla società target)

Acquisto di azienda o acquisto di partecipazione: principali aspetti di natura finanziaria

45

1. analisi della situazione finanziaria dell'impresa target e possibili conseguenze sulla struttura dell'affidamento dell'acquirente
2. l'importanza dell'analisi dei flussi di cassa attesi dell'impresa target per definire la leva finanziaria dell'operazione
3. i limiti alla deducibilità degli interessi passivi previsti dall'articolo 96 tuir (30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica) e conseguenti diseconomie fiscali derivanti dall'acquisto di partecipazioni con indebitamento
4. le possibili soluzioni all'indeducibilità degli interessi passivi: la fusione per incorporazione della società target e il regime di consolidato fiscale

Una modalità alternativa alle precedenti: il conferimento di azienda/ramo d'azienda e successiva vendita di partecipazione

46

E' una modalità di acquisizione che consente di beneficiare di taluni vantaggi della cessione di azienda e della cessione di partecipazione e può essere utilizzato quando entrambe le fattispecie non sono perseguibili ex se:

- a) responsabilità solidale dell'acquirente solo per i debiti risultanti dalle scritture contabili del cedente relativi all'azienda/ramo d'azienda conferito (articolo 2560 cc)
- b) possibilità di escludere dall'acquisizione rami d'azienda, attività o passività non di interesse, mantenendoli in capo alla conferente/cedente
- c) esenzione da imposizione in fase di conferimento e assoggettamento della successiva vendita di partecipazione al regime pex
- d) non applicabilità della disposizione antielusiva di cui all'articolo 37 bis del DPR 600/73
- e) assoggettamento del conferimento ad imposta di registro ed eventualmente ipocatastali in misura fissa
- f) possibilità di affrancamento dei plusvalori da conferimento con pagamento di imposta sostitutiva del 12-14-16%

L'acquisizione mediante fusione/scissione

1. comporta la successione universale dell'incorporante nella posizione dell'incorporata e pertanto è la forma di acquisizione più rischiosa sotto il profilo civilistico perché non mette a rischio solo il capitale investito nell'operazione ma tutto il patrimonio della società acquirente
2. comporta il mantenimento del cedente nella compagine sociale della società acquirente (per attribuzione di capitale da concambio)
3. garantisce la totale neutralità fiscale dell'operazione sia ai fini dell'imposizione diretta che indiretta (con possibilità di affrancamento dei plusvalori da concambio con pagamento di imposta sostitutiva del 12-14-16%)
4. può comportare contraccolpi nella struttura dell'affidamento bancario (tendenza degli istituti di credito ad accorpare gli affidamenti eliminando duplicazioni)
5. rischio normativa antieusiva articolo 37 bis del DPR 600/73 (ad esempio scissione parziale o fusione e successiva cessione azioni/quote ricevute in concambio è assimilabile a cessione di azienda o di ramo d'azienda)

Il mantenimento del cedente nella compagine sociale dell'acquirente

48

Spesso nell'ambito di un'operazione di acquisizione di impresa è previsto il mantenimento del venditore nella compagine sociale dell'acquirente come socio di minoranza.

In tale circostanza vanno gestite problematiche tipiche quali:

- a) statuto della società acquirente: nomina membri cda e collegio sindacale (diritti particolari del socio, voto di lista, ecc.), limiti alla circolazione delle azioni/quote, quorum deliberativi, dividendi, ecc.)
- b) patti parasociali: clausole di put/call/trascinamento, stallo decisionale, obblighi dei prestatori d'opera

L'acquisizione di azienda da impresa in crisi o in stato di insolvenza

49

Se l'azienda target appartiene ad un'impresa in crisi o in default, gli strumenti tipici di acquisizione (acquisto di azienda/acquisto di partecipazione/fusione/scissione) non sono utilizzabili proficuamente.

1. I principali rischi di acquistare un'azienda o una partecipazione da soggetto in crisi o insolvente è quello dell'azione revocatoria ex articolo 67 legge fallimentare (revocabilità degli atti compiuti nei sei/dodici mesi antecedenti alla dichiarazione di fallimento) e di assunzione di responsabilità per i debiti del cedente.

L'acquisizione di azienda da impresa in crisi o in stato di insolvenza

50

2. casi di esclusione da azione revocatoria fallimentare:
 - a) atti posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria e la cui ragionevolezza sia attestata da un revisore contabile (art. 67 Legge Fallimentare)
 - b) atti posti in essere in esecuzione di concordato preventivo
 - c) atti posti in essere in esecuzione di amministrazione controllata
 - d) atti posti in essere in esecuzione di accordo omologato di ristrutturazione dei debiti ex articolo 182 bis Legge Fallimentare

L'acquisizione di azienda da impresa in crisi o in stato di insolvenza

51

3. responsabilità solidale ex art. 2560 codice civile ed ex art. 14 D.Lgs, 472/1997:
 - a) concordato preventivo e amministrazione controllata: non si applica
 - b) art.67 e art. 182 bis Legge Fallimentare: potrebbe applicarsi (vi sono dubbi in dottrina al riguardo)

4. trattamento fiscale delle sopravvenienze attive derivanti dal mancato pagamento di debiti del cedente:
 - a) concordato preventivo e amministrazione controllata: non sono tassate
 - b) art.67 e art. 182 bis Legge Fallimentare: sono tassate

L'acquisizione di azienda da impresa in crisi o in stato di insolvenza

5. l'affitto di azienda quale strumento idoneo per l'acquisizione di azienda in crisi:
 - a) garantisce continuità della gestione con conseguente salvaguardia dei valori di funzionamento degli asset aziendali, ivi compresi gli intangibles, nelle more della procedura di acquisizione
 - b) consente di evitare il rischio di aggravamento del dissesto dell'impresa in crisi, essendo la gestione demandata ad un soggetto terzo
 - c) garantisce all'affittuario un ruolo di interlocutore preferenziale degli organi della procedura concorsuale, essendo questo già gestore dell'azienda
 - d) clausole tipiche del contratto di affitto di azienda: offerta irrevocabile di acquisto al verificarsi della condizione che garantisce dal rischio di revocatoria fallimentare

FOREMA

IL CONTRATTO DI ACQUISIZIONE

*RELATORI: AVV. ALESSIO VIANELLO E AVV. ALDO VEGLIANITI
MDA AVVOCATI ASSOCIATI DI IMPRESA*

Struttura del Contratto di Acquisizione

54

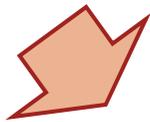
1. Premesse
2. Definizioni
3. Oggetto del contratto
4. Determinazione del prezzo (provvisorio e definitivo)
5. Pagamento del prezzo ed eventuale *Price Adjustment*
6. Adempimenti al *Closing* ed eventuali condizioni sospensive (es. autorizzazione *antitrust*)
7. Dichiarazioni e Garanzie del Venditore: gli Allegati
8. Obblighi di Indennizzo del Venditore
9. *Escrow*
10. Obblighi successivi al *Closing* (es. divieto di concorrenza)
11. Disposizioni finali (es. modifiche; legge applicabile; clausola arbitrale)

Garanzie del Venditore

55

Il venditore dichiara e garantisce all'acquirente sulla base del bilancio o di una situazione patrimoniale allegata al contratto:

- ✘ la consistenza del patrimonio sociale
- ✘ la composizione del patrimonio sociale
- ✘ determinate caratteristiche dei beni sociali



CONSEGUENZA

Se quanto garantito dal venditore *post closing* si rivela inveritiero, questi è tenuto a manlevare l'acquirente (*rectius*: la società) delle conseguenze pregiudizievoli (c.d. Passività) che dovessero derivare quale effetto della non veridicità delle dichiarazioni rese e delle garanzie prestate (cfr. Obblighi di Indennizzo del venditore).

Perché inserire le garanzie in un contratto di acquisizione?

56

La **Corte di Cassazione** ritiene che:

1. Il contratto di compravendita di partecipazioni ha per oggetto “**immediato**” (solo ed esclusivamente) le partecipazioni medesime (cfr., da ultimo, Cass. Civ. nn. 15706/08 e 16031/07): cioè l’insieme di posizioni giuridiche in cui si compendia lo *status socii* (cfr. Cass. Civ. n. 19161/07) e non, quindi, il patrimonio sociale.



2. Il patrimonio sociale è oggetto solo “**mediato**” del contratto.



3. I vari rimedi legali previsti dal codice civile in favore dell’acquirente - ad esempio la garanzia per vizi (1490 c.c.), l’errore (1428 c.c.) - non sono invocabili (o lo sono solo in ipotesi residuali) per assicurare tutela nell’ipotesi in cui *post closing* emergano sopravvenienze passive a carico della società acquisita (ad esempio difformità dei beni), perché tali rimedi si riferiscono solo all’oggetto “immediato” del contratto (cioè, le partecipazioni).

In senso contrario, però, cfr. Cass. Civ. nn. 18181/04 e 3370/04.

4. I rimedi legali conducono alla caducazione del contratto (annullamento – risoluzione), cui molto spesso l'acquirente non ha interesse, in quanto preferisce mantenere la (titolarità delle partecipazioni e, quindi,) gestione della società e ottenere il riequilibrio economico (inficiato dalle sopravvenienze passive) attraverso un rimedio di tipo indennitario-risarcitorio.

Clausole di garanzia contrattuale

58

L'acquirente è certo di poter contare su un adeguato strumento di tutela per l'ipotesi in cui, subentrato nella gestione della *target*, scopra che il patrimonio di questa ha una consistenza e/o composizione diversa da quella sulla quale aveva fatto affidamento al momento della conclusione del contratto.

E' opportuno che le garanzie siano espresse.

DISTINZIONI

GARANZIE



* **LEGAL WARRANTIES**
sulle partecipazioni



* **BUSINESS WARRANTIES**
sul patrimonio e sulle
caratteristiche dei beni
della *target*



SINTETICHE



ANALITICHE

GARANZIE NEI CONTRATTI DI ACQUISIZIONE

59

TESI SULLA NATURA GIURIDICA DELLE CLAUSOLE DI GARANZIA

1. La giurisprudenza (ad esempio Cass. Civ. n. 18181/04) sembra ritenere si tratti di qualità “promesse” dalle partecipazioni
↓
problema: applicazione artt. 1495 e 1497 c.c.
2. Tesi dottrinale (Bianca): sono obbligazioni di “garanzia”
3. Tesi dottrinale (Bonelli): contribuiscono a determinare la “portata della prestazione traslativa”.
↓
perciò, violazione della garanzia = normale inadempimento ex artt. 1453 ss. c.c.

LEGAL WARRANTIES

60

- Oggetto -

1. Caratteristiche delle partecipazioni:

- * piena proprietà
- * liberazione integrale
- * libera trasferibilità
- * percentuale di capitale sociale rappresentato

2. Caratteristiche della società *target*:

- * regolare costituzione e *good standing*

Le *legal warranties* riproducono essenzialmente il contenuto dei rimedi di cui agli artt. 1478 ss.

BUSINESS WARRANTIES

61

Oggetto: patrimonio della società *target*



- A. Garanzia sulla verità di bilancio
- B. Garanzia sulla sussistenza di un determinato patrimonio netto

BUSINESS WARRANTIES

62



UTILITÀ DELLE GARANZIE ANALITICHE



- a. L'acquirente ha interesse che il venditore gli assicuri determinate circostanze che non sarebbero coperte dalla garanzia sintetica di verità di bilancio (ad esempio l'adeguatezza degli impianti, la validità dei rapporti contrattuali).
- b. Possibilità di diversificazione del regime della responsabilità del venditore

PRINCIPALI GARANZIE ANALITICHE

63

TIPOLOGIA	RISCHI PER L'ACQUIRENTE	GARANZIE FORNITE DAL VENDITORE
SUI CREDITI	<ul style="list-style-type: none">a. inesistenza dei crediti;b. insolvibilità debitore	<ul style="list-style-type: none">1. <i>nomen verum</i>;2. adeguatezza del fondo rischi iscritto in bilancio;3. <i>nomen bonum</i>
SUL MAGAZZINO	<ul style="list-style-type: none">a. quantificazione delle scorte;b. che le scorte rimangano invendute	<ul style="list-style-type: none">1. criterio di stima utilizzato;2. vendibilità delle scorte ad un certo prezzo
SUI BENI SOCIALI	<ul style="list-style-type: none">a. evizione;b. esistenza di vincoli o diritti altrui;c. condizione dei beni	<ul style="list-style-type: none">1. piena proprietà e libera disponibilità;2. assenza di vincoli;3. rispondenza alla normativa in materia di sicurezza;4. condizioni di buon funzionamento e idoneità all'uso

TIPOLOGIA	RISCHI PER L'ACQUIRENTE	GARANZIE FORNITE DAL VENDITORE
FISCALI E PREVIDENZIALI	mancato assolvimento degli obblighi fiscali e previdenziali (e correlate sanzioni)	<ol style="list-style-type: none">1. regolare adempimento di detti obblighi;2. esistenza di fondi sufficienti iscritti in bilancio
LAVORISTICHE	azioni giudiziarie dei lavoratori	<ol style="list-style-type: none">1. regolare adempimento degli obblighi inerenti i rapporti di lavoro;2. esistenza di fondi sufficienti iscritti in bilancio (es. per TFR)
ECOLOGICHE	accertamento di violazioni della normativa ambientale (provvedimenti amministrativi e azioni risarcitorie)	<ol style="list-style-type: none">1. inesistenza di contestazioni di violazioni;2. rispetto della normativa ambientale

TIPOLOGIA	RISCHI PER L'ACQUIRENTE	GARANZIE FORNITE DAL VENDITORE
SUI CONTRATTI	<ul style="list-style-type: none"> a) invalidità, inefficacia; b) condizioni contrattuali; c) esistenza di clausole di c.d. <i>change of control</i>; d) inesistenza di inadempimenti della società o della controparte 	<ul style="list-style-type: none"> 1. validità, efficacia; 2. conclusione "a condizioni di mercato"; 3. inesistenza di clausole o comportamenti che diano motivo di scioglimento
SUL CONTENZIOSO	condanna della società al pagamento di somme di denaro	<ul style="list-style-type: none"> 1. inesistenza di contestazioni o azioni giudiziarie; 2. iscrizione in bilancio di fondi sufficienti a coprire il rischio di soccombenza

TIPOLOGIA	RISCHI PER L'ACQUIRENTE	GARANZIE FORNITE DAL VENDITORE
SULLA GESTIONE INTERINALE	alterazioni del valore della società tra la data della situazione patrimoniale di riferimento ed il preliminare e tra il preliminare ed il <i>closing</i>	<ol style="list-style-type: none">1. attività della società nei limiti dell'ordinaria gestione;2. nessuna operazione di straordinaria amministrazione senza il consenso dell'acquirente

GARANZIE REDDITUALI

67

Oggetto: capacità della società di produrre per il futuro redditi, utili, fatturato.

PROBLEMI



teorico: compatibilità con il principio di cui all'art. 2265 c.c.



pratico: l'acquirente, sentendosi "coperto" dalla garanzia, potrebbe compiere operazioni altamente rischiose (con possibile ricaduta negativa sulla redditività della società)



Vi è quindi la necessità di porre dei **limiti ai poteri gestori dell'acquirente.**

E' ammissibile una garanzia reddituale "**implicita**" in favore del venditore, desumibile dall'allegazione al contratto di una situazione patrimoniale e di un conto economico che indicano un determinato utile di esercizio?

CLAUSOLE DI INDENNIZZO

68

Il venditore si obbliga a tenere indenne e manlevare l'acquirente (o meglio, la società) in relazione ad ogni conseguenza pregiudizievole che alla società dovesse derivare per la non veridicità delle dichiarazioni rese e delle garanzie prestate dal venditore medesimo sottoscrivendo il contratto.

FUNZIONE

ripristinare la situazione patrimoniale della società *target* – inficiata dalle sopravvenienze passive – quale era stata rappresentata dal venditore con la stipula del contratto

In linea di principio, il venditore è tenuto a versare all'acquirente (o alla società) una somma pari alla passività emersa.

Sono però usualmente inserite delle **limitazioni** all'obbligo di indennizzo del venditore.

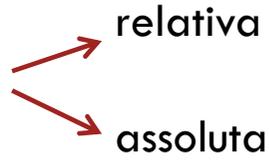
LIMITAZIONI ALL'OBBLIGO DI INDENNIZZO

69

TEMPORALI

- a) Diversificazione della **durata** delle garanzie → 12 o 24 mesi, salvo per le garanzie fiscali – previdenziali – lavoristiche – ambientali, la cui durata viene fatta coincidere col termine di prescrizione
- b) Termine di **decadenza** per la *notice of claim*

QUANTITATIVE

- a) Franchigia 
 - relativa
 - assoluta
- b) Massimale (tetto)
- c) Deduzioni: ad es. vantaggi fiscali derivati alla società dall'emersione delle sopravvenienze passive; fondi su rischi iscritti in bilancio

“OGGETTIVE”

- a) Esclusioni: ad es. minusvalenze sui crediti
- b) Inesistenza di un obbligo di indennizzo per le passività già note all'acquirente

CLAUSOLE DI INDENNIZZO

70

Procedura per la determinazione degli obblighi di indennizzo.

Garanzia per gli obblighi di indennizzo: di regola, l'acquirente pretende che il venditore fornisca una fidejussione bancaria escutibile a prima richiesta ed avente durata fino al periodo di efficacia delle garanzie

DETERMINAZIONE DEL PREZZO E SUO PAGAMENTO

71

DETERMINAZIONE DEL PREZZO

Il prezzo può essere:

determinato;

determinabile;

in parte determinato e in parte determinabile.

a) **PREZZO DETERMINATO E DEFINITIVO:**

le parti stabiliscono che il prezzo è immodificabile.



Sono **irrilevanti** le variazioni e le sopravvenienze che si manifestino tra la data di riferimento della situazione patrimoniale ed il *closing*;

b) **PREZZO DETERMINABILE:**

viene determinato dopo la stipula del contratto sulla base di un confronto tra le parti e, in caso di disaccordo, con l'intervento di un terzo indipendente incaricato dalle parti medesime (società di revisione), facendo applicazione di **regole, criteri ed elementi indicati dalle parti nel contratto.**

Ad es. il prezzo può essere determinato sulla base del patrimonio netto della società o essere espresso quale multiplo dell'EBITDA.

Nel rispetto dei criteri stabiliti dalle parti, viene redatta una situazione patrimoniale e/o conto economico riferito alla data del *closing*, sulla base della quale viene determinato il prezzo.

c) **PREZZO IN PARTE DETERMINATO E IN PARTE DETERMINABILE:**

parte del prezzo è legata ad un evento futuro e incerto: ad es. l'esito di una causa della società o l'ammontare degli utili futuri.

Si hanno in quest'ultimo caso (prezzo legato in parte ai risultati futuri della società) **le clausole di c.d. earn out.**

Differenza tra le garanzie reddituali e le clausole di earn out: nelle clausole di *earn out* il venditore **non garantisce** al compratore il raggiungimento di determinati risultati, che operano solo come “condizione” per il riconoscimento di un maggior corrispettivo.

Si ripropongono, però, i medesimi problemi sollevati dalla garanzie reddituali: vi è la necessità di porre dei **limiti ai poteri gestori dell'acquirente.**

POST CLOSING PRICE ADJUSTMENT

74

Nelle ipotesi di prezzo determinabile o in parte determinato ed in parte determinabile le parti stabiliscono un meccanismo di aggiustamento del prezzo.

Rischio tutelato: l'acquirente intende cautelarsi dal rischio che la situazione patrimoniale *ante closing* abbia sottostimato determinate poste passive o sovrastimato la valutazione della società.

La situazione patrimoniale (conto economico) della società riferita alla data del *closing* può essere materialmente disponibile (per i tempi tecnici di predisposizione) solo successivamente al *closing*.

Pertanto:

- a) al momento del *closing* l'acquirente paga un prezzo "**provvisorio**", determinato sulla base dell'ultimo bilancio o di una situazione patrimoniale anteriore al *closing*;
- b) successivamente, sulla base della situazione patrimoniale (conto economico) riferita alla data del *closing*, viene determinato il prezzo "**definitivo**".
- c) si effettua il **confronto** tra il prezzo provvisorio ed il prezzo definitivo: il compratore procede all'integrazione del pagamento o il venditore retrocede quanto ricevuto in eccesso.

Di regola, anche il *price adjustment* contempla alcune limitazioni, (quali, ad esempio, una franchigia e/o un tetto massimo di variazione del prezzo).

Può essere previsto il diritto dell'acquirente di **compensare** il proprio debito avente ad oggetto il pagamento del prezzo differito con l'eventuale credito da indennizzo (purché riconosciuto nell'ambito della procedura di indennizzo) nascente dalla violazione delle garanzie prestate dal venditore (ad es. qualora *post closing* emergano passività non riportate nella situazione patrimoniale sulla scorta della quale era stato determinato il prezzo provvisorio).

GARANZIE IN FAVORE DEL VENDITORE PER IL PAGAMENTO DEL PREZZO DIFFERITO

77

Nel caso in cui il prezzo non sia fisso ma variabile e, quindi, sia previsto un suo differimento o una sua **rateizzazione**, il venditore ha interesse a che l'acquirente gli **garantisca il versamento della parte di prezzo non pagata al closing**.

Le garanzie usuali sono:

1. lettera di *patronage* rilasciata dalla capogruppo dell'acquirente;
2. pegno in favore del venditore sulle partecipazioni compravendute;
3. fideiussione bancaria (semplice o a prima richiesta);
4. *escrow*.

L'ESCROW

È lo strumento che assicura un “buon” **contemperamento degli interessi di entrambi le parti.**

Al momento della conclusione del contratto viene convenuto che l'acquirente deposita parte del prezzo presso un terzo (*escrow agent*), di regola una banca.

Al depositario vengono conferite congiuntamente istruzioni irrevocabili sulla gestione della somma (di regola, impiegata in investimenti a basso rischio) e sulla sua liberazione.

È previsto che sulla somma depositata **l'acquirente possa vedere soddisfatti i propri eventuali crediti “da indennizzo”** per violazioni delle garanzie prestate dal venditore.

Le parti danno mandato all'*escrow agent* di trasferire la somma depositata:

- a) al venditore, se l'acquirente non ha sollevato alcuna contestazione sulla violazione delle garanzie prestate dal venditore (*claim*);
- b) all'acquirente, se questi ha sollevato un *claim* che è stato riconosciuto fondato nell'ambito della procedura di indennizzo.

Contemperamento degli interessi → l'escrow rappresenta una forma di:

1. Garanzia **per il venditore per il pagamento del prezzo** → il prezzo viene versato dall'acquirente subito → non c'è il rischio che l'acquirente, a fronte delle eventuali passività emerse *post closing*, trattenga parte del prezzo.
2. Garanzia **per l'acquirente per il versamento degli indennizzi** → se insorgono sopravvenienze passive per violazione delle garanzie prestate dal venditore, l'acquirente può vedere soddisfatti su detta somma i propri crediti da indennizzo (purché riconosciuti fondati).

Problema: disciplina delle modalità che l'*escrow agent* è tenuto ad osservare nel trasferire la somma depositata all'avente diritto.

IL RUOLO DELL'EX MANAGEMENT NELLE ACQUISIZIONI

80

Nell'ambito dell'acquisizione di un'azienda è assai importante per l'acquirente assicurarsi la cooperazione della precedente gestione, al fine di realizzare un effettivo passaggio di consegne idoneo a conservare l'avviamento aziendale



Occorre, infatti, tener conto che in molti casi il “valore” di un'azienda è legato alla capacità professionale dei suoi vertici.

Le soluzioni per assicurarsi la cooperazione dell'*ex management* consistono nell'attribuire all'ex-titolare e/o agli amministratori “chiave” della vecchia gestione la carica di componenti del nuovo consiglio di amministrazione che verrà nominato dall'acquirente o stipulare con questi un contratto di consulenza.

L'acquirente, anche qualora non intenda avvalersi della collaborazione dell'*ex management*, dovrà comunque prendere in considerazione il “problema dell'*ex management*”, se non altro per tutelarsi dal rischio che, dopo la vendita dell'azienda, il titolare costituisca una nuova società che svolga attività identica a quella ceduta ed in concorrenza con questa.

Nel caso di vendita dell'azienda esiste un **divieto legale di concorrenza a carico** dell'alienante (art. 2557 c.c.).

Si tratta, tuttavia, di un divieto che non riguarda espressamente l'ipotesi di trasferimento di partecipazioni (anche se la giurisprudenza lo ritiene applicabile in via di estensione analogica, cfr. Cass. n. 9862/00) e che si può prestare a possibilità di aggiramento (ad es. l'ex titolare stipula un contratto di consulenza con altra società concorrente di quella ceduta).

È, quindi, opportuno per l'acquirente l'inserimento nel contratto di acquisizione di un **patto di non concorrenza, articolato** in modo tale da impedire all'ex titolare e/o *all'ex management* dell'azienda ceduta di svolgere concorrenza (ad es. acquistando partecipazioni in altra società o assumendo il ruolo di amministratore o prestando la propria attività come consulente).

L'eventuale violazione degli obblighi assunti mediante il patto va assistita da una **clausola penale** (in difetto, la prova e la quantificazione del danno appaiono non privi di difficoltà).