MORRI ROSSETTI & FRANZOSI

LA FIDUCIARIA NELLE OPERAZIONI DI *M&A* E NEI SERVIZI DI *ESCROW*. STRUMENTI, STRUTTURE CONTRATTUALI E CASI OPERATIVI · 21 OTTOBRE 2026

# Principali strutture operative e contrattuali nell'M&A

Dalle *R&W* agli indennizzi, dagli accordi parasociali alla *governance post-closing*



**Avv. Roberta Incorvaia**

*Partner, Corporate M&A* – Morri Rossetti & Franzosi

INTRODUZIONE

# Agenda dell'intervento


01 *SPA*, *R&W* e indennizzi: dove si gioca la negoziazione

02 Garanzia dell'obbligo di indennizzo: l'*escrow*

03 L'*escrow agreement*: parti e clausole caratterizzanti

04 Due strutture operative tipiche dell'*M&A*

05 Operazione con reinvestimento: la *governance* delle minoranze

06 Aggregare la minoranza: strumenti contrattuali

# *SPA*, *R&W* e indennizzi: dove si gioca la negoziazione

MORRI ROSSETTI & FRANZOSI

***Signing*, *interim period* e *closing* scandiscono le fasi; *R&W* e indennizzi definiscono il rischio residuo trasferito all'acquirente.**



**SIGNING**

Sottoscrizione dello *SPA* contenente le *R&W* rese alla data; prezzo determinato secondo *locked box* o *closing accounts*

**INTERIM PERIOD**

Un momento «delicato»: gestione ordinaria del venditore, obblighi di non fare, MAC

**CLOSING**

Esecuzione, *bring-down* delle *R&W*

**POST-CLOSING**

*Claim period*, indennizzi, *specific indemnities*

## FOCUS

### › DETERMINAZIONE DEL PREZZO

*Locked box* → prezzo per l'*equity* bloccato ad una data predefinita, divieto di *leakages*, rischi assunti dalle parti e correttivi.

*Closing accounts* → prezzo provvisorio e successivo aggiustamento.

### › INTEGRAZIONE DEL PREZZO

Le clausole di *earn-out*: fondamento nel passato, avveramento nel futuro.

Legate a vari parametri di riferimento (finanziari, commerciali, ecc.).

### › INDENNIZZI POST-CLOSING

Il *cap*, la *de minimis*, la franchigia.

**SPECIFIC INDEMNITIES**

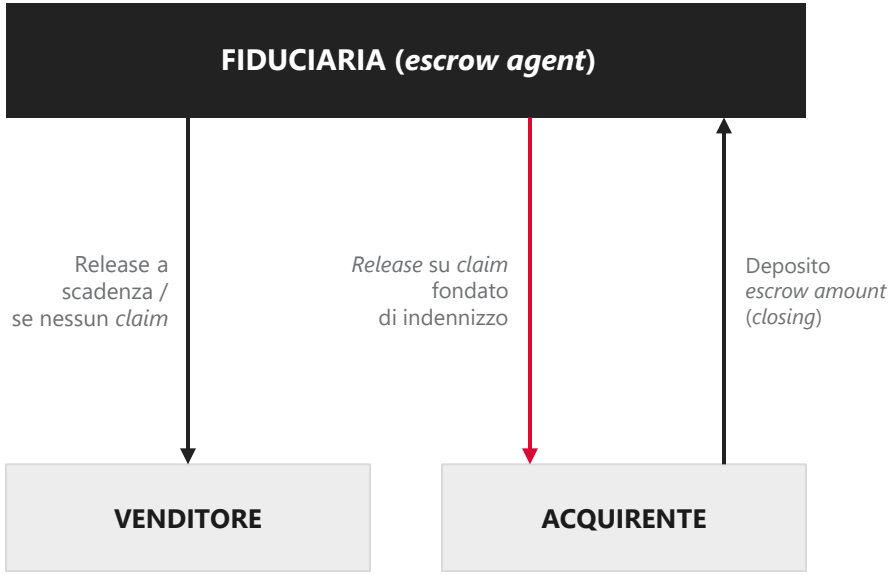
*Perdite note o quantificabili pre-closing (contenziosi, passività fiscali/giuslavoristiche): indennizzo al 100%, senza franchigia né cap.*

# Garanzia dell'obbligo di indennizzo: l'*escrow*



**L'*escrow* è una delle forme più diffuse di garanzia dell'obbligo di indennizzo nel *mid-market* italiano: il meccanismo e il confronto con le alternative.**

## MECCANISMO DI ESCROW




**L'*escrow agreement* disciplina *triggers*, procedure di *claim* e tempi di *release*.**
**L'*escrow agent* è tipicamente una fiduciaria o una banca.**

## ALTRE FORME DI GARANZIA

### *Holdback* sul prezzo

Trattenuta diretta di una porzione del prezzo a favore dell'acquirente, senza intermediario.

### Garanzia bancaria

Garanzia rilasciata da una banca: costi di emissione e mantenimento.

### *Parent company guarantee*

Garanzia prestata dalla capogruppo del venditore: efficacia legata al merito di credito del garante.

### *W&I insurance*

Polizza che copre le violazioni delle *R&W*; *cap*, *retention* e perimetro di esclusioni negoziate.

# L'*escrow agreement*: parti e clausole caratterizzanti



**L'*escrow agreement* governa il deposito a favore di terzo, il perimetro delle istruzioni e la procedura di *release* della provvista.**

## LE PARTI

### ACQUIRENTE · DEPOSITANTE

Effettua il deposito al *closing* come trattenuta sulla porzione di prezzo dovuta al venditore.

### VENDITORE · BENEFICIARIO

La parte garantita, beneficiaria della provvista a scadenza.

### SOCIETÀ FIDUCIARIA · *ESCROW AGENT*

Soggetto terzo e indipendente rispetto a depositante e beneficiario. Accetta espressamente di custodire il bene in regime di segregazione patrimoniale ed esegue le istruzioni di cui alll'*escrow agreement*.

## CLAUSOLE CARATTERIZZANTI

### OGGETTO DEL DEPOSITO E SCOPO

Somma di denaro (*money escrow*); in presenza di previsione specifica, titoli o documenti.
Indicazione del rapporto principale e delle obbligazioni garantite.

### COMPENSO E DURATA

Il compenso dovuto *all'escrow agent* può rappresentare una percentuale della somma di denaro oggetto dell'*escrow;* la durata è solitamente allineata al *claim period*, con proroga per i *claim* pendenti.

### ISTRUZIONI DI CUSTODIA E *RELEASE*

Descrizione delle modalità di custodia e amministrazione del bene. Indicazioni della condizione al verificarsi della quale *l'escrow agent* rilascerà il bene al beneficiario o dovrà retrocederlo al depositante.

### PROCEDURA DI *CLAIM*

*Notice* motivato dell'acquirente, termine di risposta del venditore, attivazione della *dispute resolution*.

### INTERESSI

Interessi di regola al venditore.

### SEGREGAZIONE E RISERVATEZZA

La provvista è separata dal patrimonio dell'*escrow agent*. Vige un obbligo di riservatezza coperto dal segreto fiduciario verso terzi.

# Due strutture operative tipiche nell'*M&A*

MORRI ROSSETTI
& FRANZOSI

**Due archetipi di operazioni di *M&A*, con esigenze di presidio contrattuale in parte comuni, in parte specifiche.**

## 1 OPERAZIONE "CLASSICA"

- Uscita totale dei venditori

**Baricentro negoziale → *R&W*, indennizzi, *escrow***

## 2 OPERAZIONE CON REINVESTIMENTO

- I venditori reinvestono nella società, ottenendo una partecipazione di minoranza

**Baricentro negoziale → *governance*, *exit*, aggregazione delle minoranze**

# Operazione con reinvestimento: la *governance* delle minoranze

MORRI ROSSETTI & FRANZOSI

**Quando il venditore reinveste in minoranza, l'equilibrio contrattuale si sposta dal prezzo alla *governance post-closing*.**




## DIRITTI TIPICI DEI REINVESTITORI/SOCI DI MINORANZA

### MATERIE RISERVATE
Veto su decisioni strategiche in CdA e in assemblea.

### CONSIGLIERE DI MINORANZA
Diritto di nomina di uno o più consiglieri.

### *INFORMATION RIGHTS*
Reportistica periodica e accesso ai dati.

### *LOCK-UP*
Vincolo temporale al trasferimento delle partecipazioni.

### *TAG-ALONG*
Diritto di co-vendita con il socio di maggioranza.

### *DRAG-ALONG*
Obbligo di co-vendita se il socio di maggioranza esce.

**PROBLEMA PRATICO**

*Se i reinvestitori sono più soggetti (famiglia, manager, co-investitori), serve un meccanismo per esprimere un'unica voce: un solo voto, una sola firma, un solo interlocutore.*

# Aggregare la minoranza: strumenti contrattuali



**La pluralità di reinvestitori richiede un meccanismo per esprimere una voce unitaria. Quattro strumenti ricorrenti nella prassi italiana.**

### SINDACATO DI VOTO

Regole di decisione interna fra i reinvestitori; ciascuno resta formalmente titolare della propria quota. Nessun veicolo da costituire.

### VEICOLO Ssocietario

Società veicolo che intesta le quote dei reinvestitori; governance interna regolata dallo statuto. Scherma la compagine verso la *target*.

### TRUST

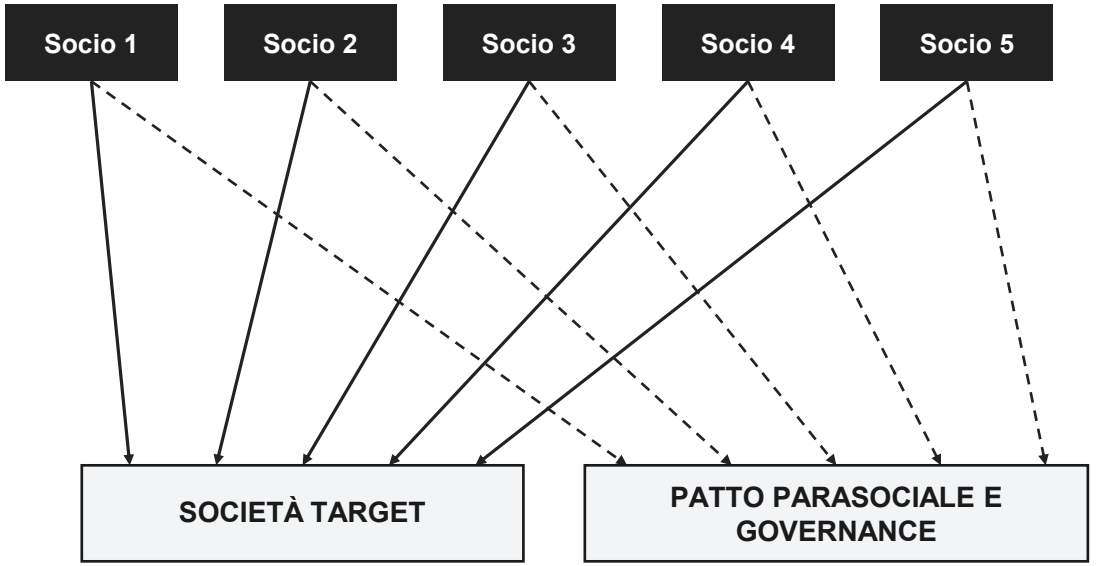
*Trustee* intestatario delle quote; segregazione patrimoniale. Più frequente in contesti familiari e *asset protection*.

### MANDATO FIDUCIARIO

Società fiduciaria statica intestataria delle partecipazioni; reinvestitori titolari effettivi. Soluzione diffusa per agilità e costi.

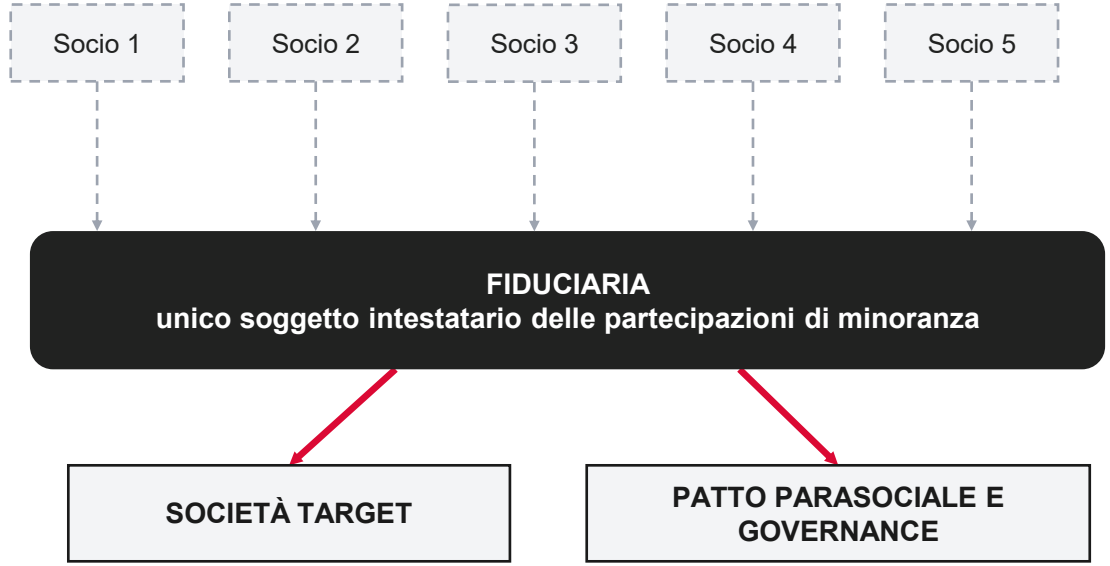
### SENZA FIDUCIARIA

Minoranza frammentata e visibile.




### CON FIDUCIARIA

Minoranza compatta e schermata.



# MORRI ROSSETTI & FRANZOSI

Piazza Eleonora Duse, 2 — 20122 Milano (IT)
T +39 02 76 07 971 · Info@MorriRossetti.it · MorriRossetti.it