

ATTUALITÀ

Il Locked Box Mechanism nelle operazioni di private equity/M&A

3 Febbraio 2025

Laura Fiordelisi, Partner, Simmons & Simmons





Laura Fiordelisi, Partner, Simmons & Simmons

➤ **Laura Fiordelisi**

Laura Fiordelisi è partner del gruppo Corporate & Commercial di Simmons & Simmons a Milano e ha maturato una significativa esperienza in diritto societario, focalizzandosi principalmente su operazioni di M&A, private equity e venture capital. Con oltre 15 anni di esperienza, Laura assiste numerosi fondi di private equity, guidandoli attraverso ogni fase del ciclo di vita dell'investimento, dall'acquisizione fino all'uscita. È stata coinvolta in molteplici transazioni complesse, inclusi fusioni e acquisizioni transfrontaliere, carve-out, investimenti di minoranza e dismissioni in diversi settori dell'economia, ivi inclusi, quello retail, food & beverage, healthcare & life sciences e manifatturiero. Offre inoltre consulenza a sponsor di private equity, acquirenti e venditori strategici, aziende italiane e gruppi internazionali.

Studio legale

Simmons & Simmons

**+simmons
simmons**

Il Locked Box Mechanism, uno dei metodi di determinazione del prezzo nelle operazioni di M&A, si caratterizza per la fissazione del corrispettivo a una data antecedente il closing, richiedendo una specifica architettura contrattuale. L'articolo ne analizza la struttura in comparazione con i completion accounts, esaminando le clausole anti-leakage e i sistemi di compensazione, con particolare focus sulle protezioni dell'acquirente e gli strumenti di bilanciamento degli interessi tra le parti nel contesto del private equity.

Nell'ambito delle operazioni di private equity, la determinazione del metodo di pricing costituisce un passaggio di fondamentale rilevanza. Non si tratta, infatti, di una mera definizione quantitativa dell'importo monetario, quanto piuttosto della costruzione di un sistema articolato che garantisca un'equa distribuzione di rischi e benefici tra le parti, assicurando al contempo trasparenza e stabilità per l'intera durata dell'operazione. In questo contesto, il Locked Box Mechanism emerge come una possibile soluzione particolarmente nelle operazioni in cui il venditore necessita di certezza del prezzo e di una rapida separazione dalle proprie attività. L'implementazione di tale meccanismo richiede, tuttavia, una precisa struttura contrattuale volta a prevenire il rischio di perdita di valore (il cosiddetto leakage) e a stabilire adeguati sistemi di compensazione economica.

Il Locked Box Mechanism: struttura e fondamenti

Il Locked Box Mechanism si fonda su un insieme di conti storici, denominati locked box accounts, che cristallizzano lo stato finanziario della società target a una data prestabilita, la locked box date. Quest'ultima viene tipicamente fatta coincidere con l'ultimo riferimento contabile rilevante (quale la chiusura dell'esercizio, del semestre o del trimestre) antecedente alla sottoscrizione dello share purchase agreement (SPA). Benché sia tecnicamente possibile collocare la data di locked box in un momento successivo alla firma, tale configurazione risulta meno frequente nella prassi, in quanto tende a generare una soluzione ibrida tra il meccanismo della locked box e l'altro sistema di determinazione del prezzo ampiamente diffuso, basato sui completion accounts.

La locked box date rappresenta il momento cruciale per la determinazione del prezzo di vendita. Il principio commerciale fondamentale che sottende al meccanismo della locked box prevede che il trasferimento del rischio e del beneficio associati all'attività si realizzi a favore dell'acquirente a partire

➤ **vedi l'articolo online**

dalla data della locked box. In questa prospettiva, le parti concordano un prezzo di acquisto fisso per la società, determinato sulla base della sua situazione finanziaria alla data della locked box. Tale prezzo rimane cristallizzato, immune da successive variazioni determinate da eventuali mutamenti nelle performance finanziarie o nelle condizioni aziendali successive a tale data.

Il venditore assume, pertanto, la responsabilità della fedele rappresentazione dell'azienda nei bilanci alla data stabilita. Tale rischio viene generalmente allocato al venditore attraverso un articolato sistema di garanzie, indennità o altre previsioni contrattuali. In alternativa, il trasferimento del rischio può realizzarsi mediante strumenti commerciali, quale la sottoscrizione di una polizza assicurativa W&I. Specularmente, l'acquirente diviene titolare dei rischi – e beneficiario dei vantaggi – che si manifestano a partire dalla data della locked box.

Locked box vs completion accounts: due approcci a confronto

Il meccanismo di locked box si pone in antitesi concettuale rispetto a quello dei completion accounts. Quest'ultimo si fonda su un diverso principio: il trasferimento del rischio e del beneficio dell'azienda si perfeziona al momento del closing. In tale configurazione, il prezzo di acquisto viene determinato sulla base della performance finanziaria dell'azienda alla data del closing, applicando una metodologia concordata, quale un multiplo dell'EBITDA, ovvero partendo da un prezzo base soggetto a successive rettifiche. Gli aggiustamenti di prezzo riflettono le variazioni di performance intervenute tra la data di firma del contratto e quella del closing. Tale processo, noto come completion accounts, prevede che le rettifiche vengano effettuate post-closing, sulla base dei bilanci redatti a tale data.

Nel sistema dei completion accounts, la determinazione del prezzo di acquisto avviene mediante il confronto tra la performance finanziaria effettiva dell'azienda durante il periodo contabile e i parametri concordati. Il raggiungimento o il superamento di tali obiettivi comporta una rettifica incrementativa del prezzo; viceversa, il mancato conseguimento determina una rettifica in diminuzione.

Vantaggi del meccanismo locked box

Tra i principali punti di forza della locked box emerge la sua intrinseca semplicità. Tale approccio definisce con chiarezza il prezzo, il rischio e il beneficio, minimizzando il potenziale contenzioso contratt-

tuale ed eliminando la complessità del processo post-closing caratteristico dei completion accounts. Poiché questi ultimi si riferiscono a una data futura, richiedono la gestione di scenari potenzialmente complessi e la definizione di metodologie contabili dettagliate.

In contesti competitivi o negoziati bilaterali, la semplicità della locked box consente frequentemente un'accelerazione nella definizione dell'accordo. Il meccanismo offre inoltre alle parti una maggiore certezza sul flusso dei fondi al closing e consente ai venditori di distribuire integralmente il ricavato della vendita senza necessità di accantonamenti per eventuali aggiustamenti post-closing, ferme eventuali somme che potrebbero essere depositate in escrow. Tale caratteristica risulta particolarmente vantaggiosa per i venditori interessati a un rapido reinvestimento del capitale. La predeterminazione del prezzo facilita inoltre la pianificazione finanziaria dell'acquirente, semplificando il reperimento dei fondi e l'ottenimento delle necessarie autorizzazioni.

La struttura a prezzo fisso del locked box semplifica altresì il confronto tra diverse offerte, elemento cruciale in scenari competitivi quali le procedure d'asta. Le complessità intrinseche ai completion accounts, per contro, possono ostacolare la comparazione tra proposte, anche a parità di prezzo o metodologia.

Un meccanismo basato sui completion accounts, che rifletta più accuratamente eventuali variazioni di valore, risulta spesso più appropriato in contesti caratterizzati da particolare volatilità della performance finanziaria, ovvero quando l'acquirente non intenda assumere il rischio aziendale prima del completamento della transazione o nei carve-out. In alternativa, potrebbe rappresentare la soluzione ottimale quando il venditore nutra ragionevole certezza circa il conseguimento di una performance futura tale da garantire un prezzo più vantaggioso. L'implementazione del meccanismo di locked box richiede, tuttavia, un'attenta valutazione, specialmente in presenza di un periodo significativamente esteso tra la data della locked box e il closing. Tale intervallo temporale può comportare un incremento del rischio di variazioni nelle performance aziendali, potenzialmente impattanti sul valore concordato.

La prevenzione del Leakage: meccanismi contrattuali e protezioni per l'acquirente

Il leakage costituisce una delle principali criticità per l'acquirente nel sistema di Locked Box. Tale fenomeno si sostanzia in qualsiasi trasferimento di valore dalla società target verso il venditore o entità

correlate nel periodo intercorrente tra la locked box date e il closing. Tali trasferimenti possono assumere molteplici configurazioni, includendo la distribuzione di dividendi non dichiarati, l'erogazione di compensi straordinari, modifiche non commerciali nei rapporti contrattuali o trasferimenti di asset. Al fine di preservare l'integrità del prezzo fisso concordato da tali perdite di valore, il contratto di compravendita deve necessariamente prevedere articolate clausole anti-leakage.

Le clausole anti-leakage sono finalizzate a vietare espressamente ogni forma di estrazione di valore non autorizzata dalla società target durante il periodo intermedio. Contestualmente, tali clausole devono specificare le operazioni consentite, note come permitted leakage. I permitted leakage possono comprendere dividendi dichiarati antecedentemente alla locked box date, operazioni ordinarie o pagamenti specificamente concordati tra le parti. La distinzione tra leakage e permitted leakage deve essere delineata nel contratto con particolare accuratezza, al fine di prevenire ambiguità interpretative e potenziali contenziosi.

Oltre alla previsione di divieti, il contratto deve contemplare meccanismi di rimborso o indennizzo in caso di violazione. L'accertamento di una perdita di valore derivante da un leakage non autorizzato attribuisce all'acquirente il diritto di richiedere un aggiustamento del prezzo o un indennizzo.

A ulteriore presidio contro il leakage, il venditore è tenuto al rilascio di una specifica R&W con la quale dichiara l'assenza di trasferimenti di valore non autorizzati durante l'interim period.

I meccanismi di compensazione del prezzo

In aggiunta alla prevenzione del leakage, a tutela dell'acquirente, nell'ambito del Locked Box Mechanism possono essere negoziati meccanismi di compensazione del prezzo finalizzati a bilanciare il trasferimento del rischio economico. Considerato che l'acquirente beneficia dei risultati economici della società target dalla locked box date, pur permanendo il controllo operativo in capo al venditore fino al closing, può risultare opportuna la negoziazione di un meccanismo che riconosca al venditore il valore economico generato durante il periodo intermedio.

Tra le metodologie più diffuse si annovera l'applicazione di un tasso di interesse sul prezzo di acquisto. Tale tasso, comunemente denominato ticking fee, rappresenta il costo opportunità sopportato dal

venditore per l'impossibilità di accedere immediatamente ai proventi della vendita. Il tasso di interesse, oggetto di negoziazione tra le parti, viene computato dalla locked box date fino al closing, riflettendo il rendimento potenzialmente conseguibile dal venditore mediante l'investimento dell'importo corrispondente al prezzo di acquisto.

Una diversa forma di compensazione si sostanzia nel riconoscimento dei profitti generati dalla società target durante il periodo intermedio e tale logica riflette la performance dell'azienda durante il periodo intermedio. Tale meccanismo prevede pertanto l'attribuzione al venditore di una somma proporzionale ai guadagni operativi della società, frequentemente calcolata su base giornaliera o mensile. Tale approccio risulta particolarmente efficace in presenza di società target caratterizzate da elevata redditività, garantendo al venditore un'equa partecipazione ai profitti generati nel periodo di transizione.

In determinate circostanze, specialmente in presenza di significativi ritardi nel closing, il contratto può prevedere un aggiustamento proporzionale del prezzo di acquisto. Tale aggiustamento considera l'impatto economico del prolungamento del periodo intermedio, assicurando al venditore un'adeguata compensazione per la maggiore esposizione al rischio.

In ultima analisi, possono essere negoziati dividendi virtuali, che consentono al venditore di beneficiare di un compenso equivalente ai profitti generati dalla società target, senza alterare il prezzo concordato. Tale approccio preserva la stabilità del sistema di prezzo fisso del Locked Box, garantendo contestualmente un equilibrato bilanciamento degli interessi delle parti.

Considerazioni Finali

Il Locked Box Mechanism si configura come un sistema di crescente rilevanza nella determinazione del prezzo nelle operazioni di M&A. La sua capacità di coniugare certezza economica e semplicità operativa lo rende particolarmente attraente per i venditori, mentre gli acquirenti beneficiano della chiara allocazione di rischi e benefici economici connessi all'operazione. L'efficacia di tale approccio richiede, tuttavia, un'architettura contrattuale che contempli robuste clausole anti-leakage e adeguati meccanismi di compensazione del prezzo.

Attraverso un'accurata pianificazione e una precisa definizione delle regole contrattuali, il Locked Box

Mechanism può facilitare la realizzazione di operazioni caratterizzate da trasparenza ed equilibrio, tutelando gli interessi di entrambe le parti e promuovendo un clima di fiducia e collaborazione. Nel contesto altamente competitivo del private equity, tale approccio rappresenta una soluzione strategica per la gestione efficace anche delle operazioni di maggiore complessità.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

