



I QUADERNI DEL GRUPPO ASLA DI **DIRITTO D'IMPRESA**

A CURA DI DIEGO RUFINI  
CON TESTI DI ALESSIO VASCIMINNO, BIANCA BRUSCHI, PIER FEDERICO  
ORCIARI, GIULIA BELARDINELLI, MATTEO DANZI E DIEGO RUFINI

## LE POLIZZE W&I

Il lavoro si prefigge l'obiettivo di fornire – senza pretesa di completezza – un inquadramento dell'istituto delle Assicurazioni di Garanzia e Indennità nel quale si intersecano profili di diritto societario e profili prettamente assicurativi, con l'auspicio – coincidente anche con l'ambizione degli estensori del lavoro – di fornire un contributo che consenta, a livello teorico, di approfondire un istituto di confine e, a livello pratico, di mettere a disposizione un “compagno di viaggio” in sede di negoziazione e di stesura delle clausole



## I QUADERNI DEL GRUPPO ASLA DI **DIRITTO D'IMPRESA**

Il lavoro si prefigge l'obiettivo di fornire – senza pretesa di completezza – un inquadramento dell'istituto delle Assicurazioni di Garanzia e Indennità nel quale si intersecano profili di diritto societario e profili prettamente assicurativi, con l'auspicio – coincidente anche con l'ambizione degli estensori del lavoro – di fornire un contributo che consenta, a livello teorico, di approfondire un istituto di confine e, a livello pratico, di mettere a disposizione un “compagno di viaggio” in sede di negoziazione e di stesura delle clausole

# LE POLIZZE W&I

La pubblicazione è stata realizzata a cura di Diego Rufini



# Indice

|   |           |
|---|-----------|
| <b>CAPITOLO 1</b>   | <b>13</b> |
| Polizze W&I nel contesto delle operazioni straordinarie   |           |
| 1. Le origini delle polizze W&I: la nascita nel mercato anglosassone.....   | 13        |
| 2. La diffusione nei mercati europei.....   | 15        |
| 3. La crescente adozione in Italia e le incertezze regolamentari derivanti dal<br>Regolamento IVASS 29/2009 .....   | 16        |
| 4. Le dichiarazioni e garanzie e i correlati obblighi di indennizzo tipici di uno<br>share purchase agreement ..... | 18        |
| 5. Polizze W&I: prodotto assicurativo contro i danni derivanti da violazione<br>delle R&Ws.....                     | 22        |
| 6. Ruolo e benefici delle polizze W&I all'interno del mercato M&A. ....   | 24        |
| 7. Effetti collaterali e potenziali distorsioni .....   | 25        |
| <br>  |           |
| <b>CAPITOLO 2</b>   | <b>31</b> |
| Aspetti tecnici e giuridici delle polizze W&I   |           |
| 1. Le tipologie di polizze W&I.....   | 31        |
| 1.1 Polizze buy-side e sell-side .....  | 33        |
| 1.2 “Synthetic W&I policies”.....   | 35        |
| 2. Le polizze W&I nelle aste competitive.....   | 37        |
| 3. Il contenuto delle polizze W&I.....  | 38        |
| 3.1 Struttura ed elementi essenziali.....   | 38        |
| 3.2 Definizioni chiave .....  | 39        |
| 3.3 Limiti temporali .....  | 41        |
| 4. Rischi esclusi dalla copertura assicurativa W&I.....   | 42        |
| 4.1 Esclusioni standard.....  | 42        |
| 4.2 Esclusioni specifiche .....   | 43        |
| 4.3 Negoziazione e gestione delle esclusioni.....   | 44        |
| 5. Meccanismo di funzionamento della polizza W&I.....   | 45        |
| 6. Coordinamento e interazione tra lo share purchase agreement e la<br>polizza W&I .....                            | 47        |
| 6.1 Lo share purchase agreement, le R&W e le clausole di indennizzo.....  | 47        |
| 6.2 Coordinamento e interazione tra le disposizioni dello SPA e la polizza<br>W&I.....                              | 48        |
| 7. Considerazioni finali.....   | 49        |

## Negoziazione e best practice redazionali

|  |    |
|--|----|
| 1. La negoziazione delle polizze W&I.....  | 51 |
| 1.1 Le fasi di underwriting e i principali aspetti della negoziazione .....  | 52 |
| 1.2 Il ruolo degli advisor legali, fiscali e del broker assicurativo. I margini e i principali limiti di negoziazione .....    | 56 |
| 2. Le principali clausole “trigger-sensitive”: cenni sintetici e panoramica delle best practice redazionali più rilevanti..... | 58 |
| 2.1 Clausole su violazione delle warranties, “material breach”, “fundamental warranties” .....                                 | 59 |
| 2.2 Clausole su de minimis, retention, cap, knowledge qualifiers.....  | 61 |
| 2.3 Clausole di exclusion carve-out (deroghe a esclusioni standard su richiesta dell’assicurato.....                           | 63 |
| 2.4 Clausole di “no subrogation” (in caso di polizza buy-side).....  | 65 |
| 3. Prospettive evolutive e possibili sviluppi .....  | 66 |
| 3.1 Prospettive di sviluppo e principali aspetti da considerare.....   | 66 |
| 3.2 La spinta dell’Intelligenza Artificiale quale possibile acceleratore per lo sviluppo dell’uso di polizze W&I.....          | 67 |
| 3.3 Considerazioni finali .....  | 68 |





## **INTRODUZIONE**, di Diego Rufini

Nelle operazioni aventi a oggetto il trasferimento di partecipazioni societarie, il venditore è solito rilasciare una serie di dichiarazioni.

Alcune di esse hanno carattere generale e riguardano la titolarità delle azioni o delle quote oppure l'assenza di vincoli che possano pregiudicarne il trasferimento.

Altre si connotano per una maggiore specificità, poiché concernono alcuni singoli aspetti, come il rispetto dei principi di chiarezza, verità e correttezza dei bilanci della società le cui partecipazioni sono oggetto di alienazione, oppure l'assenza di debiti tributari e previdenziali oltre a quelli espressamente dichiarati, oppure ancora l'assenza di contenziosi rispetto a quelli che vengono indicati in un apposito elenco.

A fronte di tali dichiarazioni il venditore rilascia altrettanto garanzie, impegnandosi nei confronti dell'acquirente a risarcirlo/indennizzarlo qualora intervengano – al netto di eventuali franchigie – degli scostamenti rispetto a quanto dichiarato.

Il combinato disposto di queste Dichiarazioni e Garanzie risponde alla finalità di tutelare il compratore per l'ipotesi in cui si verificano circostanze difformi rispetto agli esiti emersi dalla due diligence e dalle verifiche effettuate dall'acquirente, circostanze le quali possano avere un impatto significativo sul valore delle partecipazioni e, a cascata, sul prezzo corrisposto per l'acquisto.

In ragione delle Dichiarazioni e Garanzie o, più correttamente, in forza della Garanzie rilasciate in corrispondenza delle Dichiarazioni il venditore si accolla in buona parte (si diceva, al netto dell'ammontare delle franchigie) il cosiddetto rischio della transazione.

Tale rischio sempre più frequentemente è oggetto di specifiche assicurazioni – definite Assicurazioni di Garanzia e Indennità (W&I) – che sono emesse in stretta correlazione con le Dichiarazioni e Garanzie rilasciate dal venditore all'interno del contratto (il cosiddetto SPA) che disciplina l'alienazione delle partecipazioni societarie.

In alcuni casi le Assicurazioni di Garanzia e Indennità sono finalizzate a coprire tutti i rischi che possono verificarsi laddove accadano avvenimenti che vadano a smentire le Dichiarazioni rilasciate dall'alienante e rendano automaticamente operative le connesse Garanzie.

In altri casi, le Assicurazioni di Garanzia e Indennità si focalizzano solo su alcuni profili che sono stati oggetto di Dichiarazioni e Garanzie, poiché si reputa che da essi possano derivare i maggiori rischi per colui che ha comprato le partecipazioni.

Le polizze di Garanzia e Indennità, in definitiva, hanno lo scopo di assicurare il rischio al quale va incontro l'acquirente delle azioni o delle quote societarie per l'ipotesi in cui si accertino delle discrasie tra quanto è stato oggetto

delle Dichiarazioni e Garanzie e quanto si è verificato realmente, arrecando così un pregiudizio all'acquirente medesimo.

Come si dirà del corso della trattazione, le polizze in questione si distinguono tra “polizze lato venditore” e “polizze lato compratore”.

Con le prime il soggetto che ha rilasciato le Dichiarazioni e le connesse Garanzie sottoscrive la polizza per avere tutela nel caso in cui, successivamente al trasferimento delle partecipazioni, emergano divergenze tra ciò che è stato dichiarato e garantito e ciò che risulta effettivamente.

Tra i due tipi di polizza, quella “lato venditore” potrebbe essere definita come l'ipotesi più “scontata”, poiché il soggetto che cede le partecipazioni è colui il quale rischia di dover indennizzare/risarcire il compratore laddove vi siano scostamenti tra il dichiarato e garantito e la reale consistenza patrimoniale, finanziaria ed economica della società in ragione di talune poste di bilancio o della sopravvenienza di particolari contenziosi.

Nelle polizze “lato venditore” sussiste, tuttavia, un limite a livello di copertura rappresentato dal comportamento doloso del cedente.

Con le polizze “lato compratore” – decisamente più diffuse – il soggetto già destinatario delle garanzie da parte dell'alienante intende rafforzare la propria tutela, poiché è evidente che, laddove non vi siano meccanismi di pagamento del prezzo posticipati nel tempo o altre forme di protezione (earn out, escrow account), le dichiarazioni e le relative garanzie potrebbero anche essere eluse qualora l'acquirente, incassato l'intero prezzo, renda il denaro non agevolmente rintracciabile.

Ad evitare questo rischio soccorre la polizza “lato compratore”, la quale, proprio perché richiesta da un soggetto diverso da colui che ha rilasciato le garanzie, può coprire anche dichiarazioni – e connesse garanzie – caratterizzate dal dolo o dalla colpa grave del venditore.

\*\*\*

Le Assicurazioni di Garanzia e Indennità rappresentano anche esse uno strumento giuridico “alieno” – per utilizzare anche in questo caso la definizione coniata da Giorgio De Nova per qualificare i modelli contrattuali traslati nel nostro ordinamento dal mondo anglosassone, specialmente con riferimento ai contratti di acquisizione di partecipazioni – che si sta diffondendo sempre più anche nell'ambito delle cessioni di azioni o di quote che interessano il nostro paese.

Proprio in ragione di tale crescente diffusione, il Gruppo di diritto d'impresa di ASLA ha ritenuto opportuno fornire – senza pretesa di completezza – un inquadramento di questo istituto nel quale si intersecano profili di diritto societario e profili prettamente assicurativi, ancorché questi ultimi strettamente dipendenti e condizionati dai primi.

Il lavoro ha un taglio che volge necessariamente l'attenzione agli aspetti pratici delle Assicurazioni di Garanzia e Indennità ed è suddiviso in tre capitoli.

Nel primo capitolo viene ricostruito il contesto nel quale tale istituto si inserisce e viene affrontata anche la tematica degli aspetti regolamentari, con una disamina dei problemi che tali polizze hanno creato in sede di disciplina ad opera dell'IVASS.

Sempre nel primo capitolo si esamina il rapporto tra i contratti di acquisizione – con le correlate dichiarazioni e garanzie – e le polizze, per passare a un'analisi dei benefici che derivano dalla loro sottoscrizione, senza trascurare le possibili distorsioni.

Il secondo capitolo approfondisce gli aspetti tecnico-giuridici delle polizze e si dedica a valutare la struttura e il contenuto delle stesse, prestando attenzione anche al fenomeno delle cosiddette Synthetic W&I policies che hanno iniziato solo di recente ad avere diffusione a livello internazionale e vengono rilasciate in relazione alle vendite di partecipazioni di società in crisi nell'ambito delle aste competitive (in assenza, dunque, di Dichiarazioni e Garanzie) o anche nelle vendite caratterizzate dalla clausola “visto e piaciuto”.

Il terzo capitolo, dopo una disamina del ruolo di tutti i soggetti coinvolti nella negoziazione delle polizze, approfondisce le clausole di maggior rilievo con una indicazione degli accorgimenti necessari per la stesura di pattuizioni idonee a garantire una piena ed effettiva tutela.

\*\*\*

Questa breve introduzione si conclude con l'auspicio – che coincide anche con l'ambizione degli estensori del lavoro – di avere fornito un contributo che consenta, a livello teorico, di approfondire un istituto di confine e, a livello pratico, di avere un valido “compagno di viaggio” in sede di negoziazione e di stesura delle clausole tutte le volte in cui un contratto per l'acquisizione di partecipazioni sia affiancato da Assicurazioni di Garanzia e Indennità.



**CAPITOLO 1**, di Alessio Vasciminno e Bianca Bruschi

# Polizze W&I nel contesto delle operazioni straordinarie

**SOMMARIO:** 1. Le origini delle polizze W&I: la nascita nel mercato anglosassone – 2. La diffusione nei mercati europei – 3. La crescente adozione in Italia e le incertezze regolamentari derivanti dal Regolamento IVASS 29/2009 – 4. Le dichiarazioni e garanzie e i correlati obblighi di indennizzo tipici di uno *share purchase agreement* – 5. Polizze W&I: prodotto assicurativo contro i danni derivanti da violazione delle *R&Ws* – 6. Ruolo e benefici delle polizze W&I all'interno del mercato M&A – 7. Effetti collaterali e potenziali distorsioni

## 1. Le origini delle polizze W&I: la nascita nel mercato anglosassone

Le polizze *Warranty and Indemnity* (c.d. W&I)<sup>1</sup> sono polizze assicurative poste a copertura del rischio di danno derivante dalle violazioni delle “*Dichiarazioni e Garanzie*” (c.d. *Representantion and Warranties*)<sup>2</sup>.

Le polizze W&I rappresentano oggi – anche in ambito nazionale – uno strumento sempre più diffuso di complemento o, in alcuni casi, di vera e propria alternativa *tout court* – al meccanismo indennitario che nella prassi è previsto all'interno del *Sale and Purchase Agreement* (SPA)<sup>3</sup>. Tali polizze W&I vengono infatti inquadrare come strumenti negoziali di allocazione del rischio inseriti nell'ambito delle operazioni di compravendita di partecipazioni sociali – incentrate sulle dichiarazioni e garanzie – e direttamente connesse ai relativi obblighi di indennizzo a carico del venditore: attraverso questo strumento i contraenti trasferiscono, in tutto o in parte, il rischio relativo alle eventuali inesattezze o difformità delle sopracitate dichiarazioni e garanzie contrattuali, ad un soggetto terzo ed esterno all'accordo di compravendita: la compagnia assicurativa<sup>4</sup>.

Nello SPA si prevede pertanto che, a seconda della tipologia di polizza W&I sottoscritta, la richiesta indennitaria possa essere indirizzata esclusivamente nei confronti della compagnia assicurativa con l'esclusione, salvo eccezioni, di responsabilità in capo al venditore per l'eventuale violazione delle dichiarazioni e garanzie rilasciate (polizze *buy-side*) oppure che, una volta ricevuta la richiesta

1 Conosciute in ambito internazionale anche come *Reprentantion and Warranty Insurance* (“RWI”).

2 Peter Rosen & Gary Blitz, Latham & Watkins LLP & Aon Transaction Solutions, *Address at the 2017 University of Michigan Law School Symposium, Trends and Features of Transactional Liability Insurance and its Effects on the M&A Marketplace* 1 (Oct. 20, 2017).

3 C. Confortini, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, Milano, 2020, p. 317.

4 P. Rainelli, *Le polizze assicurative “Warranty and Indemnity” nelle compravendite di partecipazioni societarie*, in *Assicurazioni - Rivista di diritto, economia e finanza delle assicurazioni private*, 2022, III, 438 ss. Per una disamina più completa sulla configurazione delle Polizze W&I si rimanda al Capitolo 2.

di indennizzo dall'acquirente, il venditore sia manlevato da tale richiesta dalla compagnia assicurativa (polizze *sell-side*): in entrambe le ipotesi in ogni caso il prodotto assicurativo ha la funzione di ripianare le perdite pecuniarie derivanti da "sinistri" individuati per *relationem* al contenuto delle *reps* rilasciate<sup>5</sup>.

L'istituto in esame trae le sue origini dal mercato anglosassone, a partire dagli anni '80, concepito in primo luogo come polizza assicurativa avente ad oggetto la responsabilità fiscale delle società compravendute (c.d. *tax liability insurance*)<sup>6</sup> in relazione ad operazioni di *leasing* strutturato e stipulate in particolare modo dalla Lloyd's of London.<sup>7</sup>

Negli anni successivi hanno fatto ingresso nel mercato internazionale, in particolar modo nel mercato europeo e australiano, e solo a partire dagli anni '90 si sono affermate anche sul mercato statunitense<sup>8</sup>.

Tale ritardo, negli Stati Uniti, è stato in parte causato dalla diversità di struttura che caratterizzava e distingueva il mercato statunitense da quello europeo ed australiano: in questi ultimi contesti, infatti, le polizze conosciute come *Warranty and Indemnity Insurance* garantivano una copertura sostanzialmente più ristretta rispetto a quella tipica delle *Representation and Warranties* statunitensi, le quali, diversamente offrivano un ambito di copertura molto più ampio: tutte le informazioni contenute nelle *virtual data room* venivano considerate idonee ad essere oggetto di dichiarazioni e garanzie dell'accordo di acquisizione<sup>9</sup>. Proprio per tale motivo non è stata particolarmente sentita l'esigenza di qualificare separatamente le suddette dichiarazioni mediante un'apposita *disclosure schedule*<sup>10</sup>.

Ulteriore concausa del ritardo è stata riscontrata nell'oneroso processo di *due diligence* richiesto dalle assicurazioni che richiedeva spesso settimane o persino mesi per concludersi, con la conseguenza che le originarie formulazioni delle suddette polizze erano considerate più un ostacolo che uno strumento facilitatore delle operazioni<sup>11</sup>.

Tuttavia, a partire dal 2013, l'utilizzo delle polizze W&I ha visto un incremento esponenziale anche negli Stati Uniti, in particolar modo rispetto alle operazioni tra soggetti privati, diversamente da quanto avviene nel settore pubblico in cui l'utilizzo delle polizze W&I risulta essere alquanto raro<sup>12</sup>.

L'incremento del suo utilizzo negli USA è stato inoltre parzialmente dovuto alla "nuova" capacità delle imprese assicuratrici di stipulare le polizze in esame in tempi molto più rapidi optando per l'utilizzo degli esiti della *due diligence*

5 C. Confortini, *op.cit.* 318-322.

6 A. Borselli, *Insurance in M&A Transactions*, in *The Governance of Insurance Undertakings. AIDA Europe Research Series on Insurance Law and Regulation*, vol. 6., London, 2022, 200, citato da P. Rainelli, *op. cit.*, 439 ss.

7 S.J. GRIFFITH, *Deal Insurance: Representation & Warranty Insurance in Mergers Deal Insurance: Representation & Warranty Insurance in Mergers & Acquisitions*, in *The Fordham Law Archive of Scholarship and History FLASH: The Fordham Law Archive of Scholarship and History*, 2020.

8 *Ibidem.*

9 *Ibidem.*

10 *Ibidem.*

11 *Ibidem.*

12 *Ibidem.*

già svolta dalle parti invece che procedere in autonomia come originariamente previsto.

Come è stato opportunamente osservato<sup>13</sup>, il principale vantaggio introdotto da questo nuovo strumento nelle trattative di M&A è consistito nella capacità di fungere da “*bridge to get the deal done*”. In altre parole, l’assicurazione è intervenuta a colmare la distanza tra le parti, offrendo una copertura per quella parte dell’indennizzo che l’acquirente riteneva essenziale per procedere con la chiusura dell’operazione, ma che il venditore, dal canto suo, non era disposto a riconoscere. Questo ha permesso di superare un potenziale punto di stallo, facilitando il buon esito della transazione.

\*\*\*

## 2. La diffusione nei mercati europei

Come poc’anzi accennato, a partire dagli anni ‘90 e negli inizi degli anni 2000, le Polizze W&I compiono il loro ingresso nei mercati europei. Come per il mercato USA, anche nel contesto europeo la diffusione non è stata immediata a causa di una serie di difficoltà correlate sia alla novità dell’istituto stesso, che alla limitata disponibilità della copertura e al correlato premio molto elevato a causa del piccolissimo numero di compagnie assicurative presenti sul mercato<sup>14</sup>.

Come detto, il particolare processo di sottoscrizione caratteristico delle polizze W&I è stato di grande ostacolo alla loro diffusione: originariamente, infatti, le assicurazioni pretendevano di svolgere un’autonoma *due diligence* differente rispetto a quella già svolta dai contraenti, con il conseguente aggravio non solo dei costi ma anche delle tempistiche necessarie per la sua sottoscrizione, una situazione sicuramente incompatibile con la celerità invece richiesta nelle operazioni di M&A<sup>15</sup>.

Solo negli ultimi decenni, come avvenuto per il mercato statunitense, anche nel mercato europeo il processo di sottoscrizione delle polizze ha visto notevoli miglioramenti a favore dell’efficienza e speditezza richiesta, sostituendo così ad una autonoma *due diligence* originariamente richiesta, quella già svolta dalle parti, con la possibilità per gli operatori assicurativi di interfacciarsi direttamente con i consulenti legali ed esperti incaricati dal compratore a svolgere l’indagine. In questo modo l’assicuratore è chiamato a svolgere una “*due diligence di secondo livello*” limitata “*alle attività di indagine espletate dal compratore al fine di individuare le aree di rischio da escludere dalla copertura assicurativa, eventualmente in ragione della tipologia di rischio o del livello di indagine reputato insufficiente*”<sup>16</sup>.

13 *Ibidem*.

14 P. Rainelli, *Op. cit.*, 439 ss.

15 *Ibidem*.

16 C. Confortini, *Op. cit.*, 321.

Dalla migliore perimetrazione delle aree di rischio può quindi chiaramente derivare l'eventuale esclusione o limitazione della copertura assicurativa ovvero l'adeguamento del prezzo in relazione all'indagine di secondo livello svolta dall'assicuratore. È bene inoltre sottolineare che essendo la valutazione del rischio parametrata anche in base ai contenuti e alle particolarità del contratto di compravendita, come poc'anzi anticipato, gli operatori assicurativi tendono ad intromettersi nella fase di negoziazione dell'operazione già a partire dalle prime fasi della stessa chiedendo, generalmente, anche l'accesso alla *data room* dell'operazione, la bozza del contratto di compravendita e i *report della due diligence*<sup>17</sup>.

\*\*\*

### 3. La crescente adozione in Italia e le incertezze regolamentari derivanti dal Regolamento IVASS 29/2009

Le ricerche condotte su base statistica mostrano una diffusione sempre più ampia delle polizze W&I anche in ambito domestico: nel 2024 si è registrato un incremento delle sottoscrizioni di tali prodotti assicurativi pari al +69% rispetto al 2023. Gli studi effettuati su oltre 1.360 operazioni di M&A, per un valore complessivo di 64 miliardi di euro, hanno evidenziato che circa il 21% di questi *deal* sono stati coperti da assicurazione.

Questi dati portano a concludere che il mercato delle polizze W&I – nella sua accezione più ampia, comprendente anche prodotti assicurativi per rischi specifici, come quelli di natura fiscale o ambientale – è in forte crescita e sta conoscendo una rapida espansione anche in Italia negli ultimi anni<sup>18</sup>. Come si è avuto modo di anticipare nei paragrafi iniziali, lo strumento delle polizze W&I, preliminarmente apparso nel mercato anglosassone e statunitense a partire dalla prima metà degli anni Novanta, non ha trovato un'immediata diffusione nella prassi operativa a causa di una serie di difficoltà.

Tra queste, in Italia, l'incertezza, ad oggi solo apparentemente superata, che si è venuta a creare tra gli operatori circa la compatibilità delle polizze W&I con una particolare previsione contenuta nel Regolamento n. 29/2009 emanato nel marzo 2009 dall'Autorità di Vigilanza sulle Assicurazioni (d'ora in avanti per brevità "Regolamento IVASS") che trattava il tema dell'assicurabilità di taluni rischi: l'art. 4, comma 2 del Regolamento IVASS<sup>19</sup>, infatti, prevedeva

<sup>17</sup> *Ibidem*; per un esame più approfondito sul tema della negoziazione si rimanda al Capitolo 3.

<sup>18</sup> Cfr. *Marsh Private Equity and M&A Practice: Italian Transactional Risk Insurance Market 2024*, disponibile su [www.marsh.com](http://www.marsh.com).

<sup>19</sup> Di seguito si riporta l'intero articolo per comodità: Art. 4 (Rischi non assicurabili)

1. Fermi i divieti derivanti da norme di legge, non è assicurabile il rischio di ritiro o sospensione della patente di guida conseguente a violazioni del Nuovo Codice della strada, salvo quanto previsto dall'articolo 16.

2. Fatto salvo quanto indicato negli articoli 12 e 14, comma 1, non sono rilasciabili dall'impresa di assicurazione coperture a fronte di obbligazioni di dare derivanti da disposizioni contrattuali,

che “*in ogni caso non sono rilasciabili le coperture destinate a garantire il rimborso di sopravvenienze passive o minusvalenze su elementi patrimoniali derivanti da valutazioni conseguenti ad operazioni straordinarie di impresa*”. Tale previsione ha portato gli operatori del settore a domandarsi se anche le polizze W&I rientrassero nel divieto imposto alle compagnie assicurative italiane o extracomunitarie stabilite in Italia.

Invero, nonostante il tenore letterale della disposizione portasse a concludere per l'applicabilità alle polizze W&I di tale divieto, l'Istituto di Vigilanza sulle Assicurazioni non ha mai sollevato contestazioni nonostante l'ormai notevole diffusione di tali prodotti assicurativi nel mercato M&A, con la conseguenza che il prolungato silenzio perpetrato dall'Autorità avrebbe potuto indurre a ritenere che la stessa non considerasse illegittime, e quindi non sottoposte a tale divieto, le polizze W&I<sup>20</sup>.

A seguito di richieste di informazioni provenienti dal mercato, l'Autorità è intervenuta espressamente sul punto solamente nel 2019, pubblicando, sotto forma di FAQ<sup>21</sup>, un documento integrativo nel quale ha confermato l'applicazione generale del divieto di cui all'art. 4 comma 2 del Regolamento IVASS sulla non assicurabilità, precisando tuttavia che – a determinate condizioni – le suddette polizze W&I sono escluse dall'ambito di applicazione del divieto generale.

Più in particolare, le polizze sottoscritte dal venditore (le c.d. *sell-side*) sono legittime “*laddove siano finalizzate ad assicurare il rischio derivante dagli obblighi di indennizzo del venditore stesso in caso di violazione delle specifiche dichiarazioni e garanzie rese da quest'ultimo all'acquirente nell'ambito di un'operazione straordinaria*

---

quando il rischio sottostante ha natura esclusivamente finanziaria, ossia è riferito a prodotti finanziari o a depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari ovvero ad operazioni di finanziamento o di provvista di mezzi finanziari, non relative all'acquisto di beni o servizi al consumo. In ogni caso non sono rilasciabili le coperture destinate a garantire il rimborso di sopravvenienze passive o minusvalenze su elementi patrimoniali derivanti da valutazioni conseguenti ad operazioni straordinarie di impresa.

3. Non è assicurabile il rischio relativo al pagamento di una sanzione amministrativa anche nel caso di accollo da parte di un Ente della somma corrispondente alla sanzione comminata all'autore dell'illecito, quando l'Ente rinuncia alla rivalsa nei confronti del responsabile stesso.

20 Così S. Erede, *La “Indemnity and Warranty Insurance” nel mercato dell'M&A italiano*, cit., 18, nt. 4, citato da P. Rainelli, *Op. cit.*

21 Di cui di seguito si riporta integralmente il testo dell'intervento dell'Autorità: FAQ – APPLICAZIONE DELL'ARTICOLO 4, COMMA 2, DEL REGOLAMENTO N. 29/2009 ALLE POLIZZE C.D. “WARRANTY AND INDEMNITY”

L'articolo 4, comma 2, del Regolamento n. 29 del 2009 si applica alle polizze a copertura di rischi connessi alla difformità o violazione delle specifiche dichiarazioni e garanzie rese nell'ambito di operazione straordinaria (polizze c.d. “Warranty and Indemnity”)?

Ferma l'operatività generale del divieto di cui all'articolo 4, comma 2, del Regolamento n. 29 del 2009 – ai sensi del quale “in ogni caso non sono rilasciabili le coperture destinate a garantire il rimborso di sopravvenienze passive o minusvalenze su elementi patrimoniali derivanti da valutazioni conseguenti ad operazioni straordinarie di impresa” – sono escluse dall'ambito di applicazione di tale divieto le polizze c.d. “Warranty and Indemnity” se: – stipulate dal venditore, laddove siano finalizzate ad assicurare il rischio derivante dagli obblighi di indennizzo del venditore stesso in caso di violazione delle specifiche dichiarazioni e garanzie rese da quest'ultimo all'acquirente nell'ambito di un'operazione straordinaria di impresa; – stipulate dal compratore, laddove basate su circoscritti ed individuati impegni non derivanti da valutazioni, suscettibili di un'adeguata stima attuariale del rischio e idonee a dar luogo ad indennizzi non coincidenti con il corrispettivo dell'operazione straordinaria di impresa.

*di impresa*”; di converso, le polizze c.d. *buy-side* – sottoscritte quindi dall’acquirente – non sottostanno al divieto di cui sopra “*laddove basate su circoscritti ed individuati impegni non derivanti da valutazioni, suscettibili di un’adeguata stima attuariale del rischio e idonee a dar luogo ad indennizzi non coincidenti con il corrispettivo dell’operazione straordinaria di impresa.*”<sup>22</sup>

Nonostante l’intervento dell’Autorità Indipendente fosse mosso da intenti chiarificatori<sup>23</sup>, come ha sottolineato parte della dottrina, la formulazione della parte concernente le polizze *buy-side* sembra sollevare nuove difficoltà interpretative di difficile soluzione: queste ultime sembrerebbero sottoscrivibili solo nella misura in cui siano relative a dichiarazioni e garanzie basate su dati oggettivi e, come tali non frutto di interpretazioni del compratore, valutabili quindi dall’assicurazione e nelle quali l’indennizzo non debba coincidere con il prezzo pattuito per l’acquisizione<sup>24</sup>.

Come sottolineato, però, da parte degli interpreti “*si tratta di limiti e condizioni complesse da calare in concreto: le polizze coprono infatti una variegata pluralità di dichiarazioni e garanzie (alcune delle quali non si fondano esclusivamente su dati oggettivi, ma attengono a qualità e caratteristiche del compendio aziendale sottostante), cionondimeno valutabili dall’assicuratore sotto il profilo del rischio assunto e assicurato. Quanto al secondo limite gli indennizzi sono frequentemente soggetti ad un massimale (cap), spesso determinato come percentuale del valore dell’operazione si tratta però di una modalità di calcolo di una diversa grandezza e non può ricadere nella restrizione, in quanto l’indennizzo, ancorché il suo limite massimo sia stabilito in rapporto al valore dell’operazione, non “coincide” con il corrispettivo stesso.*”<sup>25</sup>

\*\*\*

#### **4. Le dichiarazioni e garanzie e i correlati obblighi di indennizzo tipici di uno share purchase agreement**

Al fine di trattare diffusamente la tematica relativa alle polizze W&I, è necessario, in via preliminare, inquadrare brevemente dal punto di vista giuridico, il contesto all’interno del quale tali polizze sono chiamate ad operare, ovvero lo *share purchase agreement* (SPA) ed in particolare le clausole di *representations and warranties* a cui sono strettamente connesse dal punto di visto funzionale.

L’utilizzo dello *share purchase agreement* nei contesti giuridici di *civil law*, come quello italiano, rappresenta un chiaro esempio di recezione di modelli contrattuali nati in ordinamenti di *common law*. Tali contratti sono stati qualificati dalla dottrina come “*contratti alieni*”<sup>26</sup>, formula con cui si fa riferimento a

<sup>22</sup> *Ut supra.*

<sup>23</sup> Così P. Rainelli, *Op. cit.*, 445 ss.

<sup>24</sup> *Ibidem.*

<sup>25</sup> *Ibidem.*

<sup>26</sup> Per una più ampia trattazione della materia si rinvia a: G. De Nova, *Contratto: per una voce*, in Riv. dir.

schemi negoziali non tipici del diritto interno, pensati e scritti sulla base di altri ordinamenti giuridici, ma introdotti tramite la pratica professionale, con i quali condividono struttura e linguaggio, ma non necessariamente natura giuridica e regime normativo e che sono in ogni caso soggetti al diritto italiano.

Lo *share purchase agreement*, contratto mediante il quale si realizza il trasferimento delle partecipazioni sociali, si distingue nettamente dai contratti di compravendita disciplinati dal Codice civile italiano, non solo per l'apparato terminologico (si pensi, appunto, alle *representation and warranties*, alle clausole di *indemnity*, al *disclosure letter*, ecc.), ma anche per la struttura funzionale e per la logica sottostante.

L'introduzione di tali contratti nella prassi contrattuale domestica comporta dunque un'ibridazione giuridica, che richiede di confrontarsi non solo con problemi interpretativi, ma anche con questioni più profonde relative alla compatibilità tra modelli negoziali di matrice diversa. Il *contratto alieno* non si limita a "*parlare un'altra lingua giuridica*", ma porta con sé presupposti culturali, economici e sistematici differenti, che incidono sull'equilibrio tra le parti, sulla funzione delle clausole e sull'interpretazione dei rimedi.

In tale quadro, anche le *representation and warranties*, che nella prassi negoziale italiana sono divenute clausole di "*dichiarazione e garanzia*", devono essere lette in una chiave di adattamento, più che di semplice trapianto.

Nel *common law* di matrice statunitense la distinzione tra i concetti di "*representation*" e "*warranties*" è venuta meno, nonostante la diversa accezione di tali clausole presente in maniera chiara nel *common law* di tradizione inglese, con la conseguenza che si utilizza l'espressione "R&Ws" come se fosse un'endiadi. Infatti, anche se tecnicamente si tratta di due nozioni distinte dal momento che le "*representations are statement of a fact*" e le "*warranties are promises that a stated fact is true*", tale distinzione si appiattisce nella prassi negoziale venendo quasi a scomparire o meglio a sovrapporsi: la sezione del contratto che contiene le R&Ws tipicamente inizia con un preambolo del seguente tenore "*the Company represents and warrants [...]*"<sup>27</sup>.

Questo collasso concettuale tipico dell'ordinamento statunitense sembra essere stato ripreso anche nell'adattamento al diritto italiano di tali istituti "*alieni*".

Come detto, la prassi contrattuale domestica ha progressivamente recepito gli strumenti tipici delle operazioni internazionali di *Mergers and Acquisitions* (M&A), sviluppando un uso sempre più sofisticato delle cosiddette *representation and warranties clauses* (R&Ws). Tali clausole fungono da garanzie essenziali nell'ambito delle acquisizioni societarie, con l'obiettivo di proteggere l'acquirente rispetto al rischio che, durante la fase di definizione dell'operazione o

---

priv., 2000, 535. La formula «contratto alieno» si trova in ID., *I contratti atipici e i contratti disciplinati da leggi speciali: verso una riforma?*, in Riv. dir. civ., 2006, suppl., 348; ID., "*The Law which governs this Agreement is the Law of the Republic of Italy*": il contratto alieno, in Riv. dir. priv., 2007, 7 ss., e negli scritti raccolti in ID., *Il contratto alieno*, Torino, Giappichelli, 2010.

27 S. Griffith, *Deal Insurance: Representation & Warranty Insurance in Mergers & Acquisitions*, 104 U. Minn. L. Rev. 1839 (2020), disponibile su: [https://ir.lawnet.fordham.edu/faculty\\_scholarship/973](https://ir.lawnet.fordham.edu/faculty_scholarship/973)

successivamente alla conclusione dell'acquisto, emergano difformità patrimoniali nella società *target* rispetto a quanto valutato al momento della sottoscrizione dello *share purchase agreement*.

È opinione diffusa in dottrina che le “*dichiarazioni*” possano essere qualificate come dichiarazioni di scienza, prive di natura negoziale ma con funzione descrittivo-ricognitiva, in grado di contribuire a formare il processo di volontà dell'acquirente ma senza generare alcuna obbligazione in capo al venditore<sup>28</sup>: si rinviene pertanto in tali clausole una “*rappresentazione*” adeguata della effettiva situazione di diritto e di fatto in cui si trova la società le cui azioni (o quote) sono oggetto di trasferimento. Risulta evidente nella prassi che tali “*dichiarazioni*” riguardino non solo lo *status socii* – ossia quello che secondo l'orientamento maggioritario rappresenta il vero oggetto del contratto di cessione – ma soprattutto vicende attinenti al soggetto “*società*”, la cui situazione giuridica, finanziaria e patrimoniale è quella che realmente interessa all'acquirente.

Una volta che tali dichiarazioni sono state recepite, l'obbiettivo del cessionario è quello di proteggersi sia dal rischio di sopravvenienze passive che possano incidere negativamente sul valore d'acquisto sia dall'evidente squilibrio conoscitivo che connota il rapporto tra cedente e cessionario – non colmato in caso di incompleta o infedele *disclosure* basata sulle “*representations*” – e che presenta profili di criticità con riguardo alla valutazione economica del *deal*. Questa criticità, derivante dall'asimmetria informativa, viene efficacemente attenuata mediante l'inserimento di specifiche clausole di garanzia che hanno l'effetto di trasferire sul cedente la responsabilità e i rischi connessi ad eventuali discrepanze tra la reale situazione della società *target* e quanto dichiarato e descritto nelle *representations*.

In tal senso la dottrina ha inquadrato le “*garanzie*” come promesse di fatti futuri (o d'indennità) con carattere *latu* senso assicurativo ovvero, *rectius*, di copertura dei predetti profili di rischio<sup>29</sup>.

Le clausole di rappresentazione e quelle di garanzia si integrano in un impianto contrattuale organico, concepito per mitigare, almeno parzialmente, l'asimmetria informativa che caratterizza la relazione tra venditore e acquirente. Tale assetto convenzionale rappresenta una deroga al principio del *caveat emptor*, attenuandone la severità. In questo schema, le dichiarazioni rese dal venditore mirano a colmare (seppur in misura limitata) il divario informativo tra le parti, mentre le garanzie servono a proteggere l'affidamento dell'acquirente su quanto dichiarato, trasferendo sul cedente il rischio di eventuali difformità tra la realtà aziendale e quanto rappresentato<sup>30</sup>.

Come evidenziato in dottrina, le *representations* (senza smarrire la propria natura di dichiarazioni di scienza) assurgono ad elementi costitutivi di un patto

28 C. Confortini, *Clausole di rappresentazione e garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, in La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata, 3/2019; cfr. altresì T.V. Russo, *La tutela dell'acquirente nei contratti di cessione di partecipazioni societarie, tra representations, warranties, indemnities e adjustment price clauses*, in Rivista di Diritto Bancario, dottrina e giurisprudenza commentata, gennaio-marzo 2024.

29 V. *infra*.

30 V. *infra*.

di garanzia che combina R&W e clausole indennitarie con cui il venditore si impegna a tenere manlevato il compratore dalle conseguenze negative di possibili discrepanze tra la situazione effettiva e quella rappresentata e dunque attesa, superando le criticità legate all'asimmetria informativa<sup>31</sup>.

A complemento di questa struttura, si inseriscono le cosiddette *indemnity clauses*, le quali definiscono le conseguenze in caso di *misrepresentations* e che in particolare prevedono un obbligo di indennizzo in caso di falsità o inesattezza delle dichiarazioni fornite, che nella prassi commerciale costituisce l'unico ed esclusivo rimedio che l'acquirente potrà invocare dopo il *closing*.

In particolare, poiché una volta conclusa la cessione delle partecipazioni il ripristino della situazione antecedente risulta, nella pratica, pressoché irrealizzabile — oltre a non rispondere, nella maggior parte dei casi, agli interessi concreti delle parti — la disciplina contrattuale delle garanzie tende a concentrarsi sul momento in cui l'eventuale *misrepresentation* viene scoperta. In genere, viene previsto che, qualora la difformità tra quanto dichiarato e la situazione reale emerga prima del *closing*, all'acquirente sia riconosciuta la facoltà di sciogliersi dal vincolo contrattuale (ad esempio attraverso l'istituto della *material adverse change*). Se, invece, la violazione delle R&Ws viene rilevata successivamente al perfezionamento dell'operazione, il rimedio previsto consiste come visto in un obbligo di indennizzo a carico del venditore.

Tale obbligo può essere configurato in modo diverso a seconda delle scelte negoziali: talvolta viene previsto che l'indennizzo sia corrisposto direttamente alla società *target*, configurando così una stipulazione a favore di terzo; in altri casi, è riconosciuta al venditore la possibilità di optare tra il pagamento di una somma pari all'intero valore della discrepanza riscontrata, da versare alla società, e il versamento di un importo, calcolato in proporzione alla quota di capitale sociale oggetto del trasferimento, direttamente al socio acquirente.

Sebbene le clausole di indennizzo possano presentare formulazioni differenti e spesso complesse, esse rappresentano ormai un elemento consolidato nella prassi contrattuale relativa alla compravendita di partecipazioni societarie. Nella maggior parte dei casi, tali clausole prevedono specifici termini decadenziali entro cui deve essere denunciata la violazione della dichiarazione e garanzia, disciplinano l'intera procedura necessaria per attivare il diritto all'indennizzo — compresi gli aspetti formali legati alla notifica del *claim* — e definiscono la durata nel tempo della garanzia prestata dal venditore. Inoltre, stabiliscono meccanismi di soglia, come le franchigie, volte ad escludere contestazioni relative a importi di modesta entità, che non giustificerebbero il ricorso a procedure complesse come quelle arbitrali o conciliative, nonché massimali che servono a contenere l'esposizione economica del cedente.

Come detto, successivamente al *closing*, l'interesse delle parti è quello di conservare il regolamento contrattuale così salvaguardando il trasferimento effettuato, anche in presenza di violazione delle “dichiarazioni e garanzie” in

31 V. *infra*. La natura giuridica del patto di garanzia sopra descritto che combina R&Ws e clausole indennitarie è oggetto di molteplici opinioni dottrinali divergenti tra di loro che connota come l'incertezza regni sovrana. Per una ricostruzione sistematica si rinvia a C. Confortini, ult. op.cit.

grado di incidere sull'effettività del patrimonio sociale. A tal fine nei contratti di compravendita, si riscontra frequentemente l'inserimento di una clausola definita *sole and exclusive remedy*, ovvero una clausola che limita i rimedi dell'acquirente a quanto espressamente previsto nel contratto stesso.

Tale previsione esclude in via preventiva l'applicazione degli articoli 1490, 1492, 1494, 1495 e 1497 del Codice civile e, talvolta, anche la possibilità per l'acquirente di far valere l'inadempimento ai sensi dell'art. 1460 c.c. o di richiedere la risoluzione del contratto secondo l'art. 1453 c.c. (cosiddetta clausola di irrisolubilità): nell'aspirazione ad una autosufficienza regolatoria, i rimedi previsti saranno quindi esclusivamente quelli previsti dalle parti contrattuali, sia per tutelare l'acquirente in caso di eventi successivi in grado di incidere in senso negativo sul valore patrimoniale dell'acquisto sia con riferimento alla sopravvenuta conoscenza di un'errata rappresentazione - a livello di "dichiarazioni" - della situazione societaria<sup>32</sup>.

\*\*\*

## 5. Polizze W&I: prodotto assicurativo contro i danni derivanti da violazione delle R&Ws

I contratti di acquisizione di partecipazioni societarie hanno quindi risolto il problema legato all'asimmetria informativa principalmente attraverso le *dichiarazioni e garanzie*.

Dal punto di vista dell'analisi economica del diritto, le "dichiarazioni e garanzie" assolvono alla funzione fondamentale di allocare in capo al venditore il rischio derivante da una rappresentazione falsa, inesatta o incompleta della situazione economica, patrimoniale, giuridica e operativa della società *target*. Tale allocazione trova giustificazione nell'assunto secondo cui il venditore detiene, per sua natura, un accesso più diretto, immediato e approfondito alle informazioni rilevanti concernenti la società oggetto di acquisizione.

Il rischio per il venditore, rappresentato dal fatto di dover farsi carico di obblighi di indennizzo in caso di *breach* delle dichiarazioni rilasciate in ambito contrattuale, oltre alla verifica che l'acquirente fa nel corso della *due diligence*, costituisce un meccanismo che accresce la credibilità degli *statements*: in tal modo, il meccanismo delle R&Ws agisce come strumento di incentivo verso una *disclosure* veritiera e completa, che consente di ridurre in maniera significativa l'asimmetria informativa tra il soggetto alienante e quello acquirente.

32 Per una più ampia analisi del tema si rinvia a: E. Gabrielli, *Autonomia privata ed esclusione dei rimedi contrattuali (Brevi spunti di riflessione sulla clausola di exclusive remedy)*, in Riv. dir. comm., 2018, 209 ss.; cfr., altresì, F. Delfini, *I patti sulla risoluzione per inadempimento*, Milano, 1998; A. Gallarati, *Il contratto irrisolvibile o quasi. Profili di sostenibilità della clausola «exclusive remedy» nell'economia delle parti*, in Contr. Impr., 2016, 1022 ss.; V. Di Gravio, *Clausola di unico rimedio*, in Clausole negoziali, a cura di M. Confortini, I, Torino, 2017, 1608 ss. G. De Nova, *Validità ed effetti in diritto italiano di alcune clausole del commercio internazionale: merger clause, sole remedy clause, no waiver clause*, in Riv. comm. int., 2022, 237 ss.

La compressione di tale *gap* conoscitivo, a sua volta, produce come effetto virtuoso quello di contribuire a una più efficiente determinazione del prezzo di trasferimento.

Ciò detto, quale sarebbe il ruolo delle polizze W&I all'interno di tale dinamica contrattuale? Le polizze W&I trasferiscono, integralmente o parzialmente, il rischio derivante dalla violazione delle dichiarazioni e garanzie, dal soggetto che contrae la polizza (*policyholder*) alla compagnia assicurativa.

Le polizze W&I sono inquadrare dalla Dottrina, secondo la distinzione operata dall'art. 1882 del Codice civile, nell'alveo delle assicurazioni contro i danni.

Come si vedrà più diffusamente nel capitolo 2, le polizze W&I possono essere sottoscritte sia dall'acquirente (polizze c.d. *buy-side*) che dal venditore (polizze c.d. *sell-side*).

Entrambi i modelli contrattuali sono finalizzati alla copertura del medesimo rischio di danno, inteso in senso lato, il quale si manifesta secondo due diverse accezioni.

Nel caso delle polizze *buy-side*, il rischio si concreta nella diminuzione del valore della partecipazione acquisita a seguito di passività non dichiarate o informazioni inesatte fornite in sede di trattativa e sono pertanto ricondotte entro il particolare ramo residuale dei rischi di “*perdite pecuniarie di vario genere*” ai sensi dell'art. 2, comma 3, n. 16 del Codice delle Assicurazioni (Dlgs. 9 settembre 2005, n. 209): la dottrina ha rilevato come tale schema contrattuale non sia volto alla copertura di un danno diretto riferibile a un bene determinato, bensì di un danno di natura indiretta, rappresentato dalla perdita dell'utilità economica che l'acquirente si attendeva dall'operazione di acquisizione.

Tale pregiudizio può concretizzarsi sia in un esborso economico sostenuto per ripristinare tale utilità, oppure in un mancato profitto, entrambi derivanti dalla violazione delle dichiarazioni e garanzie rese dal venditore.

Viceversa, nelle polizze *sell-side*, il rischio assicurato riguarda gli obblighi di indennizzo che possono sorgere in capo al venditore in conseguenza della violazione delle dichiarazioni e garanzie prestate nel contratto e per tale motivo sono inquadrare come assicurazioni della responsabilità civile ex art. 1917 del Codice civile.

In entrambe le ipotesi, il sinistro trae origine dalla violazione delle *representations and warranties* rilasciate dal venditore, pur producendo, come visto, effetti differenti a seconda della parte contrattuale coinvolta<sup>33</sup>.

\*\*\*

---

33 P. Rainelli, *op. cit.*, 442

## 6. Ruolo e benefici delle polizze W&I all'interno del mercato M&A

Come già sottolineato nel capitolo 1.3., la sottoscrizione di una polizza W&I nell'ambito di operazioni di M&A ha visto, negli ultimi anni, un notevole sviluppo ed ha assunto una funzione sempre più centrale nella prassi contrattuale, in quanto strumento capace di riequilibrare le esigenze di protezione del compratore e quelle di limitazione della responsabilità del venditore.

Uno dei principali benefici per quest'ultimo è rappresentato dalla possibilità di limitare in modo significativo – e in alcuni casi escludere del tutto – la propria responsabilità *post-closing*. Questo effetto si realizza mediante strutture contrattuali comunemente definite nella prassi statunitense “*no survival deals*”, le quali prevedono che le dichiarazioni e garanzie rese dal venditore non sopravvivano alla chiusura dell'operazione, con conseguente esclusione di ogni obbligo risarcitorio a suo carico.

Nella prassi contrattuale ciò si traduce nel fatto che l'acquirente si obbliga a promuovere qualsiasi richiesta di indennizzo, che rappresenta l'unico strumento per il *buyer* in caso di violazione delle *reps* (c.d. *sole remedy*), esclusivamente nei confronti della compagnia assicurativa.

A ciò si aggiunge, per il venditore, la possibilità di evitare la costituzione di meccanismi di garanzia patrimoniale come *escrow account* o fideiussioni a copertura di eventuali indennizzi: in questo modo, si realizza una “*clean exit*”, ovvero una fuoriuscita dall'operazione priva di vincoli postumi e con piena disponibilità delle somme incassate.

D'altra parte, anche l'acquirente può trarre rilevanti vantaggi dalla stipula di una polizza W&I. In primo luogo, la presenza di una copertura assicurativa consente di accedere a forme di protezione più estese rispetto a quelle che il venditore sarebbe normalmente disposto a riconoscere (c.d. “*coverage enhancement*”)<sup>34</sup>. È frequente, ad esempio, che la polizza includa clausole di *fully materiality scrape*, le quali consentono di ignorare le usuali soglie di materialità previste nelle R&Ws ai fini dell'indennizzo, ampliando così la portata dell'obbligo risarcitorio. Inoltre, le polizze W&I coprono tipicamente danni indiretti, consequenziali o emergenti, che verrebbero altrimenti esclusi nel contratto di compravendita. In tal senso, l'acquirente beneficia di una copertura più ampia e dettagliata, che riflette una logica assicurativa anziché negoziale, e che consente una tutela efficace anche nei confronti di eventi normalmente considerati troppo incerti o remoti per essere inclusi in uno SPA.

Un ulteriore beneficio, per entrambe le parti, consiste nella semplificazione e accelerazione del processo negoziale, dal momento che la presenza della polizza W&I riduce sensibilmente il livello di conflittualità sulle R&Ws. Il rischio di violazione viene infatti trasferito alla compagnia assicurativa, rendendo meno centrale la negoziazione puntuale delle clausole di garanzia, e permettendo così di abbreviare i tempi della due diligence e della redazione con-

<sup>34</sup> Jeffrey Chapman, Jonathan Whalen, and Benjamin Bodurian, *Representations and Warranties Insurance in M&A Transactions*, posted for Gibson, Dunn & Crutcher LLP, on Monday, December 11, 2017.

trattuale. Questo si traduce in una maggiore efficienza dell'intera operazione, con riduzione dei costi legali e una tempistica di esecuzione più prevedibile.

Infine, la sottoscrizione di una polizza W&I semplifica notevolmente la gestione dei *claim post-closing*. Poiché l'interlocutore dell'acquirente, in caso di richiesta di indennizzo, diventa la compagnia assicurativa e non più il venditore, si evitano le conseguenze di un contenzioso diretto tra le parti contrattuali, spesso foriero di tensioni che possono compromettere la collaborazione successiva alla vendita. Questo aspetto assume particolare rilievo nei casi, molto frequenti, in cui il venditore – e/o il management preesistente – continui a operare nella società *target*, rendendo necessario preservare un clima di cooperazione e stabilità. La presenza della polizza consente quindi non solo di ridurre il rischio legale, ma anche di tutelare la continuità aziendale e la reputazione delle parti coinvolte, rafforzando l'efficacia complessiva dell'operazione di M&A.

\*\*\*

## 7. Effetti collaterali e potenziali distorsioni

Come visto, l'adozione crescente delle polizze W&I nelle operazioni di M&A ha apportato indubbi benefici in termini di efficienza contrattuale, rapidità di esecuzione e limitazione della responsabilità *post-closing* per i venditori. Tuttavia, l'utilizzo sistematico di tali coperture assicurative non è esente da effetti collaterali nonché vere e proprie distorsioni. Questi impatti possono influenzare in modo rilevante l'allocazione del rischio, la qualità delle informazioni scambiate tra le parti e la stessa affidabilità dell'impegno contrattuale. In particolare, tre dinamiche critiche meritano attenzione: la selezione avversa, l'azzardo morale, e la reintroduzione della tematica legata alla effettiva credibilità degli *statements* rilasciati dal venditore; profili di criticità – tutti legati all'asimmetria informativa – che le dichiarazioni e garanzie contrattuali ed i correlati obblighi risarcitori in capo ai venditori erano originariamente intese a superare.

Come detto, uno dei principali effetti collaterali delle coperture W&I riguarda il rischio di selezione avversa.

In un contesto in cui le parti della transazione (acquirente e venditore) dispongono di informazioni più approfondite sul reale livello di rischio dell'operazione rispetto all'assicuratore, si crea uno squilibrio informativo che può essere sfruttato in fase di acquisto della polizza.

Tale squilibrio può condurre a un comportamento opportunistico: le parti potrebbero scegliere di non stipulare una polizza W&I nelle operazioni percepite come a basso rischio, ricorrendovi invece solo per le transazioni più incerte o complesse, scaricando così sull'assicuratore i rischi più elevati.

Dal punto di vista degli assicuratori, questo fenomeno comporta la formazione di portafogli caratterizzati da un livello di rischio complessivo superiore alla media, rendendo inadeguata la tariffazione basata su valori medi, che risulta così inferiore al rischio effettivo.

Per gli assicurati, invece, il meccanismo determina una redistribuzione iniqua del costo: i soggetti a basso o medio rischio finiscono per sostenere, attraverso premi più elevati, parte del rischio altrui. Quando questi assicurati percepiscono l'inefficienza del sistema, tendono progressivamente a uscirne, lasciando nel mercato solo i profili più rischiosi, con il conseguente pericolo di instabilità e possibile collasso del pool assicurativo: tale scenario costituisce una delle tipiche rappresentazioni concrete delle teorie esposte da George Akerlof nell'articolo "*The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*"<sup>35</sup>.

Le compagnie assicurative che forniscono come prodotto la polizza W&I si tutelano contro la minaccia di *adverse selection* attraverso una rigorosa selezione del rischio: in ragione di determinati *deal* viene previsto infatti che le conseguenze negative derivanti dalla violazione di specifiche R&Ws non rientrano nella copertura della polizza W&I. In tal modo – in via preliminare – la compagnia assicurativa evita il trasferimento di determinati rischi in capo alla stessa mitigando la possibilità che un *deal* eccessivamente rischioso possa rientrare all'interno del proprio portafoglio.

Parallelamente, la struttura delle polizze W&I mitiga la minaccia della selezione avversa concentrandosi esclusivamente sulla copertura dei rischi c.d. "*unknown unknowns*", prendendo in prestito la locuzione utilizzata da Donald Rumsfeld<sup>36</sup>: si tratta di eventi ignoti ed imprevedibili e non emersi durante la *due diligence* che pertanto – per definizione – non potrebbero essere conosciuti o conoscibili né dall'assicurato né dall'assicuratore. Per effetto di ciò – in astratto – non ci sarebbe alcuna asimmetria informativa e, di conseguenza, alcuna possibilità di selezione avversa: ovviamente però nel mondo reale le parti possono adottare dei comportamenti opportunistici o fraudolenti che farebbero riemergere la criticità.

Un ulteriore effetto collaterale è riconducibile al fenomeno dell'azzardo morale, ovvero alla tendenza delle parti assicurate a comportarsi in modo meno diligente una volta trasferito il rischio a un soggetto terzo (l'assicuratore).

A differenza della selezione avversa — che dipende da caratteristiche preesistenti e non osservabili del rischio — l'azzardo morale si origina dai comportamenti delle parti dopo la stipula della copertura. In particolare, la presenza dell'assicurazione tende a ridurre gli incentivi dell'assicurato a prevenire il verificarsi del danno, aumentando così la probabilità che l'evento assicurato si concretizzi.

35 George A. Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism* in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500 (13 pages) published by: Oxford University Press

36 S. Griffith, *Op. cit.*

Nel contesto delle polizze W&I, questo si manifesta prevalentemente in due modi: da un lato una diminuzione dell'accuratezza nelle dichiarazioni rese dal venditore, che sa di non essere più direttamente responsabile e dall'altro un minore intensità e approfondimento della due diligence da parte dell'acquirente, che tende ad affidarsi alla copertura assicurativa per mitigare le conseguenze di eventuali omissioni o errori.

In sostanza, la presenza dell'assicurazione può indebolire gli incentivi alla buona condotta informativa, proprio in quella fase cruciale in cui la trasparenza e la verifica rappresentano i principali strumenti di tutela per entrambe le parti. Ciò può portare all'accumulo di rischi latenti, non gestiti contrattualmente, che emergeranno solo in fase post-closing, generando controversie o svalutazioni.

Per contenere tali comportamenti opportunistici, gli assicuratori fanno leva su diversi strumenti contrattuali.

In primo luogo, vi è l'applicazione di *retentions* (franchigie) e limiti di copertura, che servono ad allocare una parte del rischio sull'assicurato, mantenendo così il principio del "*skin in the game*"<sup>37</sup>.

In secondo luogo, come già osservato, le polizze W&I prevedono la copertura assicurativa solo per i rischi "*unknown unknowns*" escludendo pertanto le sopravvenienze passive derivanti da violazioni di dichiarazioni e garanzie di cui qualunque membro del *team* dell'acquirente abbia conoscenza effettiva (*actual knowledge*) prima della decorrenza della polizza. Tale definizione è ampia e include professionisti come avvocati, consulenti finanziari e contabili coinvolti nella due diligence e nella negoziazione del contratto di acquisizione, superando di gran lunga le clausole di conoscenza tipiche del contratto di M&A, spesso limitate ai rappresentanti nominati del venditore.

In ultimo, oltre a esaminare i report di due diligence predisposti dalle parti, gli assicuratori pongono domande integrative durante le *call* di sottoscrizione e, qualora riscontrino aree di rischio trascurate o analizzate superficialmente, introducono esclusioni puntuali dalla copertura per tali ambiti.

Questi strumenti mirano a disincentivare comportamenti strategici delle parti contraenti. Tuttavia, si crea un circolo vizioso: la due diligence ha lo scopo di far emergere rischi (rendendo l'ignoto noto), ma la copertura della polizza W&I opera solo su rischi ignoti. Di conseguenza, più efficace è la due diligence, minore sarà la copertura assicurativa, con il risultato che le parti potrebbero essere spinte a calibrare l'attività istruttoria non per scoprire il rischio, ma per non comprometterne la copertura assicurativa creando un vero e proprio paradosso, come si vedrà meglio *infra*.

---

<sup>37</sup> S. Griffith, *Op. cit.* Tuttavia, nel mercato delle polizze W&I contemporaneo, le franchigie si sono significativamente ridotte: da una soglia standard del 2% del valore dell'operazione (spesso suddivisa tra acquirente e venditore), si è passati a valori dell'1% o anche inferiori, spesso totalmente a carico dell'acquirente. In parallelo, le garanzie residuali del venditore sono in molti casi scomparse, lasciando l'intero rischio a carico dell'assicuratore.

Infine, ulteriore ripercussione direttamente collegata alle criticità sopra esposta è rappresentata dalla minore credibilità che, in presenza di una polizza W&I, assumono le *reps* rilasciate dal venditore.

Le dichiarazioni e garanzie contrattuali, nella loro configurazione tradizionale, avevano la funzione di ristabilire un equilibrio informativo tra le parti.

Il fatto che il venditore potesse essere chiamato a rispondere direttamente per violazioni o omissioni rappresentava un elemento chiave per conferire credibilità alle sue affermazioni. In altre parole, la responsabilità legale era ciò che rendeva l'impegno del venditore credibile agli occhi dell'acquirente.

Con l'introduzione delle polizze W&I — soprattutto nei casi in cui si adotta un regime di “*no survival deal*”, ovvero senza obblighi di indennizzo a carico del venditore — tale meccanismo di garanzia viene sostanzialmente alterato, compromettendo altresì la capacità del venditore di assumere impegni credibili: la responsabilità per le informazioni false o incomplete era infatti il fondamento della credibilità del venditore.

Nel contesto delle polizze W&I, il venditore continua formalmente a fornire informazioni, ma non risponde più della loro effettiva veridicità, e per l'effetto, delle conseguenze negative derivanti da una loro violazione, in quanto il rischio è trasferito all'assicuratore.

La struttura contrattuale delle polizze W&I non è priva di effetti distortivi, in particolare per quanto riguarda l'interazione tra copertura assicurativa e processo di due diligence. In alcuni casi, proprio le modalità con cui è configurata la copertura possono generare incentivi perversi e produrre situazioni controintuitive o addirittura penalizzanti per l'acquirente. Uno degli esempi più rilevanti di questa dinamica è rappresentato da un fenomeno che la dottrina giuridica ha ricondotto alla logica del cosiddetto “*Catch-22*”<sup>38</sup>: una condizione paradossale in cui l'assicurato, pur agendo secondo le regole del mercato e con intento protettivo, si trova in ogni caso a subire conseguenze sfavorevoli.

Un aspetto particolarmente emblematico di tale paradosso riguarda le clausole di esclusione previste nella maggior parte delle polizze W&I. In via generale, queste clausole stabiliscono che la copertura assicurativa non si estende ai rischi già noti all'assicurato al momento della sottoscrizione della polizza, conoscenza che — tipicamente — deriva dall'attività di due diligence. La ratio di tale esclusione è intuitiva: l'assicurazione deve coprire eventi incerti e non già noti o deliberatamente ignorati. Tuttavia, tale assetto genera effetti controproducenti.

Infatti, se l'acquirente conduce una due diligence approfondita e identifica elementi problematici, questi ultimi risultano esclusi dalla copertura proprio perché noti. Al contrario, qualora la due diligence venga condotta in maniera più superficiale o incompleta — ad esempio, nel tentativo di “non scoprire” criticità che escluderebbero la copertura — l'assicuratore potrebbe rilevare l'insufficienza dell'indagine e, sulla base di tale giudizio, escludere integralmente dalla polizza le aree oggetto di controlli lacunosi.

38 Jeffrey Chapman, Jonathan Whalen, and Benjamin Bodurian, *op. cit.*

Ne risulta una dinamica in cui il contraente non riesce a ottenere una copertura pienamente efficace in nessuno dei due scenari possibili: se agisce con diligenza e scopre un rischio, la copertura viene esclusa per conoscenza pregressa; se non approfondisce adeguatamente, la copertura viene esclusa per carenza istruttoria. Questa situazione configura, appunto, un meccanismo auto-escludente che limita l'utilità pratica della copertura W&I e penalizza l'acquirente indipendentemente dalla condotta adottata. L'apparente incentivo a non indagare viene infatti bilanciato – e punito – da un controllo *ex post* da parte della compagnia assicurativa, la quale può opporre l'assenza di due diligence sostanziale come causa di esclusione.



## CAPITOLO 2, di Pier Federico Orciari e Giulia Belardinelli

# Aspetti tecnici e giuridici delle polizze W&I

**SOMMARIO:** 1. Le tipologie di polizze W&I – 2. Le polizze W&I nelle aste competitive – 3. Il contenuto delle polizze W&I – 4. Rischi esclusi dalla copertura assicurativa W&I – 5. Meccanismo di funzionamento della polizza W&I – 6. Coordinamento e interazione tra lo share purchase agreement e la polizza W&I – 7. Considerazioni finali

### 1. Le tipologie di polizze W&I

Come già anticipato nel capitolo precedente, le polizze *Warranty & Indemnity* (W&I) si configurano come uno strumento strategico che permette di trasferire sul mercato assicurativo il rischio di perdite riconducibili ad eventi ignoti all'assicurato al momento della firma dello Share Purchase Agreement<sup>39</sup> attraverso la strutturazione di un prodotto assicurativo su misura<sup>40</sup>.

Dal punto di vista giuridico, le polizze W&I rientrano nella categoria delle assicurazioni contro i danni di cui agli artt. 1882 e seguenti del Codice Civile, operando secondo il principio indennitario sancito dall'art. 1905 c.c., conformemente al quale l'assicurazione non può eccedere il valore della cosa assicurata al momento del sinistro<sup>41</sup>.

Il contenuto di tali polizze è oggetto di approfondita negoziazione tra l'assicurato e la compagnia assicurativa, per definire con precisione l'ampiezza della copertura e le condizioni di efficacia, nel rispetto dei principi generali del contratto di assicurazione di cui all'art. 1882 c.c., che regolano le modalità di stipula e la natura del contratto.

In sostanza, la struttura della polizza (campo oggettivo delle dichiarazioni e garanzie coperte, limiti, esclusioni, definizioni e condizioni di notifica) è costruita "su misura" per la singola operazione sulla base della *due diligence* e dello SPA, con esiti che possono differire sensibilmente da operazione a operazione<sup>42</sup>.

L'introduzione di una polizza W&I all'interno della struttura di un'operazione M&A incide profondamente sulla esclusione delle responsabilità *post-closing* del venditore, rendendo spesso superfluo il ricorso a meccanismi tradizio-

39 A proposito dello Share Purchase Agreement, si veda il § 2.7.1.

40 M&A Academy, *Materiale didattico – Lezione del 16 gennaio 2020*, intervento di Carlo Caverni (Marsh).

41 Aon, *Polizze W&I. Utile strumento assicurativo per operazioni di acquisizione*, 2024, p. 5.

42 Marsh, *A Practical Guide to Warranty & Indemnity Insurance*, 2024.

nali di garanzia a tutela di tale responsabilità, come *escrow account*<sup>43</sup> o garanzie bancarie e fideiussorie.

In questo senso, la polizza W&I rappresenta un potente strumento di facilitazione del *deal*<sup>44</sup> poiché può consentire al venditore una *clean exit* e all'acquirente una tutela certa in termini di *cap* e durata della protezione, con effetti virtuosi anche sui tempi del *closing*.

Dal punto di vista tecnico, l'assicurazione W&I è una polizza assicurativa con clausola *claims made*<sup>45</sup>. Questo comporta che la polizza operi esclusivamente in relazione ai sinistri denunciati nel corso del periodo di validità della polizza, indipendentemente dal momento in cui si sia verificato l'evento generatore del danno<sup>46</sup>.

La garanzia assicurativa è infatti correlata alle dichiarazioni e garanzie contenute nel contratto di acquisizione, le quali si riferiscono a eventi anche futuri che traggono genesi dai fatti gestionali occorsi antecedentemente alla stipula della polizza.

Ne consegue che la copertura è solitamente offerta nei soli limiti in cui la richiesta di indennizzo dell'acquirente venga avanzata nei confronti del venditore durante la vigenza della polizza<sup>47</sup>.

Tale caratteristica rende necessaria un'attenta gestione del processo di notifica e una piena consapevolezza dei limiti temporali stabiliti dalla polizza, la cui inosservanza può comportare la decadenza dal diritto all'indennizzo<sup>48</sup>. A tal proposito, la prassi più recente evidenzia un incremento del contenzioso incentrato sulla validità delle notifiche e sulla quantificazione del danno<sup>49</sup>.

Inoltre, nelle polizze W&I la copertura opera solo in presenza di una perdita economica effettiva, documentata e direttamente riconducibile alla violazione oggetto di garanzia, secondo la definizione di Loss indicata in polizza.

Pertanto, non è sufficiente la mera esistenza di una dichiarazione inesatta o violata che determina l'emersione di una passività; è invece necessario che tale violazione o inesattezza si traduca in un danno patrimoniale concreto e conseguentemente indennizzabile ai sensi della polizza.

Le sopramenzionate complessità impongono pertanto una gestione tempestiva ed efficace dei *claims*, che debbono essere formulati in modo completo, circostanziato e adeguatamente documentato, assicurando il necessario coor-

43 Ad esempio, i depositi in escrow, hanno lo svantaggio di vincolare una parte sostanziale del capitale, rendendolo inaccessibile per un periodo prolungato.

44 DLA Piper, *W&I Insurance: A Global Perspective on a Growing Product*, 2019.

45 T. V. Russo, *La tutela dell'acquirente nei contratti di cessione di partecipazioni societarie, tra representations, warranties, indemnities e adjustment price clauses*, in Rivista di Diritto Bancario, fascicolo 1, 2024.

46 V. Calce, *Le assicurazioni di responsabilità civile in regime claims made alla luce del D.M. 232/2023*, 2024.

47 A. Tina, *Le polizze W&I*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2023.

48 Loyens & Loeff, *Claims under a W&I Insurance Policy: Practical Considerations*, 2020.

49 Aon, *Transaction Solutions – Global Claims Study*, 2025.

dinamento tra definizioni, esclusioni e termini della polizza e le disposizioni contenute nello SPA<sup>50</sup>.

In definitiva, tali elementi confermano la natura specialistica della copertura W&I, che si configura quale strumento assicurativo calibrato e personalizzato sui rischi peculiari della singola operazione.

### 1.1 Polizze buy-side e sell-side<sup>51</sup>

Si distingue fra polizze buy side e polizze sell side, a seconda che la polizza venga sottoscritta dal venditore o dall'acquirente. Entrambe realizzano un effettivo trasferimento – totale o parziale – dei rischi connessi a violazioni delle dichiarazioni e garanzie contrattuali, verso la compagnia assicurativa, cioè verso un soggetto esterno allo SPA<sup>52</sup>; ma si differenziano in modo significativo quanto a struttura contrattuale, modalità di attivazione della copertura e gestione degli obblighi contrattuali<sup>53</sup>.

Nelle polizze sell-side è il venditore a stipulare il contratto e ad assumere la qualità di assicurato ai sensi dell'art. 1882 c.c. In tal caso, l'assicurazione è volta a tenerlo indenne dalle perdite derivanti dall'obbligo di corrispondere all'acquirente l'indennizzo per eventuali inesattezze o difformità delle dichiarazioni e garanzie contenute nello SPA, nonché dalle spese sostenute per resistere a pretese risarcitorie dell'acquirente<sup>54</sup>.

Sebbene in astratto possano sembrare favorevoli al venditore, in quanto assicurato direttamente nei confronti della compagnia, le polizze sell-side presentano profili di responsabilità, sia per il compratore sia per lo stesso venditore, che devono essere valutati attentamente.

Infatti, l'articolo 1892 del Codice Civile dispone che “le dichiarazioni inesatte e le reticenze del contraente, relative a circostanze tali che l'assicuratore non avrebbe dato il suo consenso o non lo avrebbe dato alle medesime condizioni se avesse conosciuto il vero stato delle cose, sono causa di annullamento del contratto quando il contraente ha agito con dolo o con colpa grave”<sup>55</sup>.

Pertanto, l'assicuratore può agire per l'annullamento qualora l'assicurato ometta di comunicare, o fornisca in modo impreciso, elementi rilevanti per la valutazione del rischio, a lui noti o che comunque avrebbe dovuto conoscere secondo l'ordinaria diligenza.

Conseguentemente, l'ambito di copertura delle polizze sell-side risulta più circoscritto rispetto a quello delle polizze buy-side, poiché è calibrato sulla conoscenza del venditore, fisiologicamente più ampia di quella dell'acquirente.

50 A tal proposito, si veda il § 2.6.

51 La distinzione tra polizze buy-side e sell-side è stata già esaminata nei suoi profili generali nel Capitolo 1; il presente paragrafo ne analizza il funzionamento.

52 P. Rainelli, *op. cit.*

53 *Ibidem.*

54 A. Tina, *Le polizze W&I, op. cit.*

55 Art. 1892 comma 1 c.c.

Infatti, dato che la polizza sell-side copre solo gli elementi che il venditore non avrebbe ragionevolmente potuto conoscere, il suo ambito di efficacia sarà sempre minore rispetto a quello delle polizze buy-side<sup>56</sup>, anche nel caso in cui l'assicuratore svolga una *due diligence* approfondita.

Uno dei profili di rischio che il venditore deve valutare riguarda l'eventualità che l'acquirente ometta o esegua in modo impreciso la notifica del sinistro. In tal caso, per il venditore potrebbe risultare impossibile attivare correttamente la copertura assicurativa ed essere mantenuto indenne rispetto all'evento dannoso.

Allo stesso modo, questo tipo di polizza non offre al venditore alcuna leva negoziale nei confronti dell'acquirente, poiché non gli consente di rassicurarlo circa la futura soddisfazione delle sue pretese dato che, salvo diversa previsione contrattuale, la polizza non prevede il pagamento diretto dell'indennizzo a favore dell'acquirente. Conseguentemente, questo tipo di polizza risulta meno efficace in termini di allocazione del rischio del venditore e di leva negoziale verso l'acquirente, se confrontata con le polizze buy-side.

Alla luce di quanto sopra, la prassi di mercato ha progressivamente abbandonato le polizze sell-side a favore di quelle buy-side, divenute ormai lo standard nel contesto europeo.

Nelle polizze buy-side, invece, l'acquirente è sia contraente che assicurato; pertanto, tra l'acquirente e la compagnia assicurativa si instaura un rapporto diretto che consente a quest'ultimo di attivare la polizza senza coinvolgere il venditore. Ciò semplifica e accelera il processo di gestione del rischio *post-closing*, riduce la possibilità di contenziosi e assicura maggiore certezza nella liquidazione dell'indennizzo.

In questo modello, la copertura assicurativa è volta a tenere indenne l'acquirente dal rischio di dichiarazioni e garanzie inesatte o non veritiere, in conseguenza delle quali emergano delle passività che riducono il valore del bene oggetto di compravendita, nel rispetto del principio dell'interesse all'assicurazione di cui all'art. 1904 c.c.<sup>57</sup>.

Le polizze buy-side offrono una serie di vantaggi per l'acquirente. In primo luogo, gli consentono di beneficiare di un indennizzo anche nei casi in cui il venditore non possa o non voglia assumere obblighi in tal senso. Inoltre, permettono all'acquirente di beneficiare di massimali e durata di copertura degli obblighi di indennizzo maggiori rispetto a quelle che il venditore è normalmente disposto a concedere.

Inoltre, le polizze buy-side tutelano l'acquirente dal rischio di insolvenza del venditore, in quanto l'indennizzo non dipende dalla solvibilità del venditore ma dalla compagnia assicurativa, la cui solidità finanziaria assicura maggiore certezza di soddisfazione delle proprie pretese.

<sup>56</sup> M&A Academy, *Materiale didattico – Lezione del 16 gennaio 2020*, cit.

<sup>57</sup> L'art. 1904 C.c., stabilisce che il contratto di assicurazione è nullo se, nel momento in cui l'assicurazione deve avere inizio, non esiste un interesse dell'assicurato alla conservazione del bene coperto dall'assicurazione.

Ancora, le polizze buy-side consentono all'acquirente di mantenere buoni rapporti di natura commerciale e industriale con il venditore, evitando eventuali frizioni *post-closing* legate a richieste di indennizzo. Ciò risulta particolarmente importante nelle operazioni di investimento di minoranza o di co-investimento.

Questa tipologia di polizze semplifica il processo di gestione dei sinistri nei casi in cui siano coinvolti più venditori, evitando all'acquirente di dover richiedere il pagamento pro quota a ciascuno di essi e centralizzando l'indennizzo presso la compagnia assicurativa.

Inoltre, la copertura assicurativa buy-side può rappresentare un valido sostituto di altri strumenti tradizionali di garanzia, come gli accordi di *escrow*, evitando al venditore di dover vincolare risorse finanziarie in depositi cauzionali e consentendogli di disporre immediatamente dell'intero corrispettivo della cessione<sup>58</sup>.

In definitiva, la scelta tra polizza buy-side e polizza sell-side incide in maniera significativa sulla struttura complessiva dell'operazione; sulla disponibilità delle parti di negoziare e garantire l'adempimento degli obblighi di indennizzo e, conseguentemente, sulla negoziazione del valore di compravendita.

Non vi sono dati ufficiali che consentano di valutare con precisione la differenza di costo tra le due tipologie di polizze; tuttavia, è probabile che la maggiore diffusione delle polizze buy-side favorisca la concorrenza tra gli assicuratori, con l'effetto di ridurre al minimo l'importo dei premi assicurativi per questa tipologia di polizza W&I.

## 1.2 “Synthetic W&I policies”

Le c.d. synthetic W&I policies rappresentano una ulteriore evoluzione degli strumenti di matrice anglosassone già inquadrati nel Capitolo 1 e si collocano in continuità con le ipotesi, già esaminate, in cui il venditore non è disposto o non è in grado di rilasciare le dichiarazioni e garanzie tipicamente richieste nelle operazioni M&A<sup>59</sup>.

Nelle polizze W&I synthetic è l'assicuratore stesso a fornire un set di dichiarazioni e garanzie concordate direttamente con l'acquirente, assumendone il rischio entro i limiti della polizza e previa esecuzione di un'attività di *due diligence* e di *underwriting*<sup>60</sup> particolarmente approfondita<sup>61</sup>. Le dichiarazioni e garanzie rilasciate dall'assicuratore sostituiscono le dichiarazioni del venditore,

<sup>58</sup> M&A Academy, *Materiale didattico – Lezione del 16 gennaio 2020*, cit.

<sup>59</sup> T. Kaufhold – N. Burgic, *Synthetic W&I Insurance in M&A Transactions*, M&A Review Europe, vol. 6, 2021.

<sup>60</sup> Per *underwriting* si intende il processo mediante il quale l'assicuratore valuta il rischio dell'operazione, analizza la documentazione e le risultanze della due diligence, definisce le condizioni di copertura e determina i premi e le eventuali esclusioni contrattuali. Le fasi di *underwriting* sono illustrate nel successivo paragrafo 3.1.1.

<sup>61</sup> A. Tajima, *Cross-Border Transactional Risk Insurance*, Goodwin Law, Goodwin Law Insights, 2023.

al quale, pertanto, non è richiesto di rilasciare alcuna garanzia ai sensi del contratto di compravendita<sup>62</sup>.

L'impiego di queste polizze è tipico in operazioni che coinvolgono venditori "non convenzionali", come curatori, amministratori straordinari o liquidatori che, per loro stessa natura, non possono assumere obblighi *post-closing*.

Nelle procedure concorsuali (liquidazione giudiziale, concordato preventivo, amministrazione straordinaria), dove il venditore - tipicamente il curatore - non è in grado di rilasciare dichiarazioni e garanzie sulla società *target*, essendo privo della conoscenza diretta e della legittimazione economica necessarie.

In tali scenari, la negoziazione e conclusione di una polizza W&I synthetic può operare come sostituto tecnico delle *representations & warranties* convenzionali, consentendo di preservare la finanziabilità dell'operazione, pur comportando costi elevati<sup>63</sup>. Ciononostante, nella prassi delle procedure concorsuali in Italia e in Europa continentale, l'uso delle polizze synthetic risulta essere ancora marginale<sup>64</sup>.

Le varianti più diffuse delle polizze W&I synthetic sono due, le Synthetic Enhancements e le Fully Synthetic Policies.

Le Synthetic Enhancements hanno natura integrativa delle tradizionali polizze W&I e consistono in estensioni della copertura assicurativa rispetto ai limiti degli obblighi derivanti dallo SPA, con l'obiettivo di rafforzare la tutela dell'acquirente.

Tra le clausole più diffuse finalizzate ad ampliare il perimetro di protezione rientrano, ad esempio, la Materiality Scrape, che elimina le soglie di rilevanza al di sotto delle quali non sarebbe possibile avanzare richieste di indennizzo, e la Knowledge Scrape, volta a ridurre o escludere le limitazioni connesse alla conoscenza effettiva o presunta del venditore.

Le Fully Synthetic Policies, invece, consentono di fornire una garanzia all'acquirente anche in assenza di dichiarazioni e garanzie da parte del venditore<sup>65</sup>.

La copertura Fully Synthetic presenta, pertanto, alcune peculiarità rilevanti. Le dichiarazioni rese dall'assicuratore, infatti, non replicano integralmente quelle contenute nello SPA, ma risultano tipicamente circoscritte ad ambiti essenziali e oggettivamente verificabili, come la titolarità delle azioni, la legittima disponibilità delle stesse e la conformità alla normativa fiscale. Restano invece solitamente escluse le garanzie relative all'andamento del business o alla completezza delle informazioni fornite dal venditore.

In questi casi, occorre adottare criteri di *underwriting* particolarmente rigorosi, fondati su un'analisi approfondita della *due diligence* e su un intenso scam-

62 V. Pisapia – L.L. Lavitola, *Le polizze W&I nelle operazioni di M&A*, Diritto Bancario, 2025.

63 White & Case, *Synthetic W&I Insurance: Broadening Warranty Protection in M&A*, White & Case LLP Insights, 2025.

64 P. Kynast – M.M. Daghes – T.N. Haßler, *W&I Insurance as Deal Facilitator in Distressed Transactions – A Lawyer's Perspective*, in *M&A Review/GWR*, 2020.

65 White & Case, *Synthetic W&I Insurance: Broadening Warranty Protection in M&A*, op. cit.

bio informativo con l'acquirente<sup>66</sup>. Questo sforzo nella negoziazione e sottoscrizione si riflette inevitabilmente anche sui costi delle assicurazioni. Infatti, i premi risultano mediamente più elevati rispetto alle polizze tradizionali, giustificati dal maggior rischio insite nella natura straordinaria delle garanzie fornite all'acquirente e dall'assenza di un processo di disclosure convenzionale.

In definitiva, le polizze synthetic costituiscono uno strumento altamente funzionale per rispondere e diversamente allocare quei rischi che, in assenza di copertura assicurativa, renderebbero particolarmente difficile negoziare e concludere determinate operazioni.

\*\*\*

## 2. Le polizze W&I nelle aste competitive

Come accennato nei paragrafi precedenti, le polizze W&I hanno assunto un ruolo sempre più rilevante nelle operazioni di M&A, in particolare nei contesti di asta competitiva, dove la copertura assicurativa si è affermata come uno strumento di allocazione del rischio e di semplificazione negoziale<sup>67</sup>.

In questi scenari, la W&I opera come vero e proprio *deal facilitator*, standardizzando le aspettative sulle garanzie e consentendo di superare situazioni di potenziale stallo nelle trattative, soprattutto quando le valutazioni e negoziazioni circa le coperture assicurative sono avviate anticipatamente rispetto al perfezionamento del *deal*.

Nelle aste competitive, la polizza W&I è ormai uno strumento consolidato. Frequentemente, infatti, i potenziali venditori predispongono, assieme al proprio broker, anche una polizza “*stapled*”<sup>68</sup>, ossia una bozza della polizza W&I a copertura dei rischi appurati con la *vendor due diligence*.

In questo modo, nella *Request for Proposal*, con cui il venditore invita i potenziali acquirenti a presentare un'offerta vincolante, oltre alle risultanze della *due diligence* viene già inserito un testo di polizza, con l'obiettivo di accelerare la fase negoziale e aumentare l'attrattività dell'operazione agli occhi dei potenziali acquirenti.

Queste polizze possono assumere la forma di “hard staple” o di “soft staple”<sup>69</sup>.

66 Clifford Chance, *Synthetic W&I Insurance – A Way Forward in a Difficult Market*, Clifford Chance Briefings, 2023.

67 Griffith, *Deal Insurance – Representation and Warranty Insurance in Mergers & Acquisitions*, Minnesota Law Review, vol. 104, 2024.

68 P. Scardurelli – A. Fabbri, *Evoluzione del mercato delle polizze W&I*, Assinews, fascicolo 5/2024.

69 P. Scardurelli – A. Fabbri, *op. cit.*

La polizza viene definita “hard staple” quando la sottoscrizione della stessa è imposta dal venditore come requisito obbligatorio all’interno della Request for Proposal o dello Share Purchase Agreement<sup>70</sup>.

Viceversa, viene invece definita “soft staple” quando il venditore avvia il processo di *underwriting* ma lascia che sia l’acquirente selezionato a finalizzare la polizza e diventarne il beneficiario diretto.

In entrambi i casi, questo approccio consente di rendere le offerte comparabili e di accelerare la chiusura della transazione, facilitando una gestione più rapida ed efficiente delle trattative<sup>71</sup>.

\*\*\*

### 3. Il contenuto delle polizze W&I

#### 3.1 Struttura ed elementi essenziali

Il perimetro di copertura tipico delle polizze W&I riguarda i danni patrimoniali che l’acquirente può subire a seguito della violazione delle dichiarazioni e garanzie rilasciate dal venditore o dell’inadempimento di quest’ultimo agli obblighi di indennizzo previsti nello SPA.

In concreto, il rischio assicurato è funzionale alla natura dell’operazione e si collega a fattispecie non sempre individuabili in sede di *due diligence*, ma che possono emergere successivamente al *closing*, compromettendo il valore dell’investimento.

Si pensi, ad esempio, a debiti non contabilizzati, a vizi nei titoli di proprietà degli asset o a passività contributive occulte relative ai dipendenti. Si tratta del cosiddetto *transactional risk*, ossia il rischio insito nella transazione<sup>72</sup>.

La copertura offerta dalla polizza W&I è generalmente ampia e si estende anche alle principali categorie di garanzie contrattuali tipiche delle operazioni di M&A, cioè:

- a) le *fundamental warranties*, che riguardano la proprietà e la trasferibilità delle azioni o degli asset oggetto della transazione;
- b) le *financial warranties*, relative alla correttezza dei bilanci e delle informazioni contabili; e

<sup>70</sup> G. Galeotti, *Polizze W&I nelle operazioni di M&A – evoluzione, benefici e implicazioni legali*, Withers, 2025.

<sup>71</sup> G. Galeotti, *op. cit.*

<sup>72</sup> NT+ Diritto, *M&A Insurance: quali implicazioni legali?*, Il Sole 24 Ore, 2022.

- c) le *business warranties*, che coprono aspetti contrattuali, rapporti di lavoro, proprietà intellettuale, conformità normativa, fiscalità e contenzioso.

Particolare attenzione è solitamente riservata anche alle garanzie fiscali e ambientali, considerate aree di crescente rilevanza per la complessità e l'entità potenziale dei relativi rischi<sup>73</sup>.

Gli elementi negoziali che determinano la portata applicativa della copertura assicurativa vengono calibrati nella fase di *underwriting*, quando l'assicuratore analizza il rischio e ne stabilisce le condizioni operative, nel rispetto delle disposizioni del Codice delle Assicurazioni Private<sup>74</sup>.

Il testo contrattuale W&I riporta, innanzitutto, elementi essenziali pre-determinati e non negoziabili, quali:

- a) l'oggetto della copertura, ossia le violazioni delle dichiarazioni e garanzie o degli obblighi di indennizzo previsti dallo SPA<sup>75</sup>;
- b) il rispetto del principio indennitario, infatti la polizza non può arricchire l'assicurato ma può solo compensare il danno subito;
- c) le esclusioni tipiche di mercato, relative alle passività già note e identificate in corso di negoziazione della polizza; nonché
- d) il rispetto delle norme di diritto assicurativo applicabili alla polizza.

Nel contratto W&I vi sono poi ulteriori elementi, spesso oggetto di negoziazione, che costituiscono il vero terreno di confronto tra le parti e che possono incidere sensibilmente sulla estensione della protezione.

### 3.2 Definizioni chiave

La funzione delle definizioni nell'ambito della redazione di un contratto non si esplica solo formalmente, ma si estende anche al piano sostanziale. Conseguentemente, le definizioni della polizza W&I non hanno soltanto la funzione di agevolare la comprensione del contratto ma incidono anche sulla sostanziale perimetrazione ed estensione del rischio assicurato, sulla misura dell'indennizzo e sull'operatività della copertura.

Tra le definizioni maggiormente significative figura quella di "Loss", ovvero la determinazione delle tipologie di danno o pregiudizio che rientrano nella copertura.

La prassi assicurativa mostra un'ampia eterogeneità redazionale con riferimento a questa definizione: talvolta la nozione di Loss è estesa a ogni responsabilità patrimoniale o perdita economica diretta dell'assicurato, mentre altre volte vengono escluse alcune voci di danno, come i danni indiretti, il lucro ces-

<sup>73</sup> P. Rainelli, *op. cit.*

<sup>74</sup> D.Lgs. 209/2005

<sup>75</sup> Per i profili relativi alle dichiarazioni e garanzie e ai meccanismi di indennizzo previsti nello SPA, si rinvia a quanto già trattato nel Capitolo 1.

sante o le perdite connesse a eventi reputazionali che incidono negativamente sull'immagine commerciale del danneggiato.

La definizione di Loss diviene pertanto terreno di negoziazione, potendo incidere in modo determinante sulla portata della protezione accordata<sup>76</sup>, sempre nel rispetto del principio indennitario.

Allo stesso modo è rilevante la definizione di “Claim”, che si riferisce alla richiesta formale di indennizzo che l'assicurato presenta all'assicuratore a seguito di un evento dannoso e individua la data da cui decorre l'obbligo di notifica e i conseguenti termini di decadenza per l'accesso ai benefici della polizza.

Alle volte l'obbligo di notifica consegue solo e unicamente al concretizzarsi del potenziale evento dannoso. Altre volte, invece, l'assicurato potrebbe dover notificare il Claim anche quando l'evento è solo potenzialmente pregiudizievole ma non si è ancora verificato in concreto<sup>77</sup> – come un'eventuale sanzione futura da parte delle autorità – per salvaguardare il diritto di ricevere il risarcimento in futuro, se e quando il danno diventerà concreto.

Un ulteriore profilo di rilievo è rappresentato dalla definizione di “Insured”, che individua il soggetto beneficiario della polizza.

Sebbene, nei contratti buy-side, l'acquirente costituisca il destinatario principale della copertura assicurativa, l'accezione di Insured può essere ampliata a favore, ad esempio, di società affiliate, successori o aventi causa, così da assicurare la continuità della copertura in ipotesi di riorganizzazioni societarie o trasferimenti successivi delle partecipazioni acquisite.

Non meno significativa è la nozione di “Knowledge”, con la quale si esclude dall'ambito di operatività della polizza tutti i fatti o atti che, pur non conosciuti in concreto, potevano comunque essere ragionevolmente conosciuti da colui che la richiede, in ragione della sua posizione o delle informazioni disponibili.

Nella definizione di Knowledge, inoltre, si va a individuare chi sono i soggetti la cui conoscenza reale o potenziale diventa esimente nell'ambito dell'assicurazione. Tali soggetti, quali ad esempio amministratori e consulenti della società target, vengono elencati in appositi documenti chiamati Knowledge Schedules, che specificano le informazioni di cui erano a conoscenza o che avrebbero dovuto conoscere.

Infine, rilevante è anche la definizione di “Transaction”, che risulta essenziale per evitare ambiguità interpretative e per circoscrivere la protezione assicurativa al perimetro dell'acquisizione effettivamente oggetto di garanzia<sup>78</sup>.

Alla luce di quanto sopra, risulta molto importante formulare delle definizioni correttamente negoziate e calibrate sulle esigenze delle parti e della

<sup>76</sup> T. Kaufhold & N. Burgic, *Synthetic W&I Insurance in M&A Transactions*, cit.

<sup>77</sup> P. Rainelli, *op. cit.*

<sup>78</sup> NT+ Diritto, *M&A Insurance: quali implicazioni legali?*, cit.

relativa operazione, per valorizzare e usufruire a pieno della polizza W&I quale strumento di allocazione del rischio.

### 3.3 Limiti temporali

La dimensione temporale rappresenta uno degli elementi centrali nella strutturazione delle polizze W&I, poiché incide direttamente sull'efficacia complessiva dello strumento e sulla corretta allocazione del rischio tra le parti. La durata della copertura assicurativa è infatti strettamente correlata alla vigenza delle dichiarazioni e garanzie contenute nello Share Purchase Agreement: una volta che tali garanzie cessano di produrre effetti sul piano contrattuale, la polizza non potrà estendere la propria protezione.

Risulta quindi essenziale garantire l'allineamento tra la durata prevista nello SPA e quella fissata nella polizza. Disarmonie tra i due strumenti potrebbero comportare l'inefficacia della protezione o la creazione di periodi non coperti dalla polizza. Per mitigare questo rischio, alcune polizze introducono un *discovery period*, ossia un termine supplementare entro il quale il sinistro può essere notificato anche dopo la scadenza, purché la violazione sia sorta durante la vigenza della polizza<sup>79</sup>.

Un ulteriore profilo riguarda la decorrenza della copertura (cosiddetta *inception date*), che può coincidere con la *signing date* o, più frequentemente, con la *closing date*.

La distinzione non è meramente formale perché nelle operazioni in cui tra *signing* e *closing* intercorre un *interim period* particolarmente lungo, una copertura che decorra solo a partire dal *closing* comporta il rischio di lasciare "scoperte" le eventuali violazioni intervenute nel periodo interinale.

La definizione dei limiti temporali deve dunque essere frutto di un'analisi attenta, che tenga conto della struttura dell'operazione, della natura della società *target* e delle previsioni contrattuali.

Una durata eccessivamente breve rischia di vanificare la ratio della copertura; una durata eccessiva, invece, può incidere in maniera rilevante sui costi senza apportare benefici proporzionati all'aumento di premio.

\*\*\*

<sup>79</sup> G.B. Portale, *Le assicurazioni nelle operazioni di M&A*, in Rivista delle Società, 2019.

## 4. Rischi esclusi dalla copertura assicurativa W&I

### 4.1 Esclusioni standard

I contratti W&I contengono specifiche clausole di esclusione che perimetrano e delimitano la portata della copertura assicurativa. Dette clausole riflettono principi consolidati del diritto assicurativo e della prassi e sono, pertanto, divenute uno standard redazionale.

In primo luogo, restano ordinariamente escluse dalla copertura le passività già note o comunque ragionevolmente conoscibili al momento della stipulazione della polizza<sup>80</sup>. La ratio di tale previsione risiede nel principio secondo cui l'assicurazione non può coprire rischi noti o comunque manifesti ovvero oggetto di *disclosure* durante le fasi di *Due Diligence* o di negoziazione dello SPA.

In assenza di un rischio aleatorio, mancherebbe infatti il presupposto stesso dell'assicurazione<sup>81</sup>. Ne deriva che fattispecie quali ad esempio contenziosi pendenti, accertamenti tributari già notificati o passività evidenziate nei report di *due diligence* non sono suscettibili di copertura, se non attraverso strumenti assicurativi autonomi.

In secondo luogo, sono escluse le condotte fraudolente o gravemente colpose poste in essere dal venditore nel corso della negoziazione dell'operazione. Tale esclusione discende da un principio generale del diritto assicurativo, sancito dall'art. 1900 c.c. in tema di dolo e colpa grave, ed è intesa ad evitare che la polizza divenga un incentivo a comportamenti opportunistici o fraudolenti.

La prassi di mercato contempla, tuttavia, anche il caso in cui l'assicuratore, in presenza di *due diligence* particolarmente approfondite e di un *pricing* adeguato, accetta di circoscrivere l'esclusione della copertura alle sole condotte dolose<sup>82</sup> effettivamente tenute da uno o più soggetti espressi dalla parte venditrice, nominativamente indicati in una apposita *knowledge schedule*.

In ogni caso, esistono rischi sistemici che per definizione non assicurabili e che, quindi, non possono essere oggetto di copertura. Si tratta di rischi caratterizzati da un gradiente di aleatorietà particolarmente elevato, quali le tematiche di natura ambientale, transfer pricing, cybersecurity ovvero mutamenti normativi sopravvenuti. In tali ipotesi, la prassi operativa ricorre a coperture dedicate, ulteriori e aggiuntive rispetto alla polizza W&I.

In conclusione, la perimetrazione delle esclusioni di copertura è imprescindibile per determinare la reale estensione della protezione offerta dalla polizza e per calibrare, attraverso opportune coperture integrative rispetto alla polizza W&I principale, la complessiva allocazione del rischio nell'operazione di M&A.

<sup>80</sup> F. Watson, *Warranty & Indemnity Insurance: Becoming a Staple in M&A Transactions*, Mourant Ozannes Update, 2018.

<sup>81</sup> Ai sensi dell'art. 1895 c.c., il contratto di assicurazione è nullo se il rischio non è mai esistito o ha cessato di esistere prima della conclusione del contratto.

<sup>82</sup> F. Watson, *Warranty & Indemnity Insurance: Becoming a Staple in M&A Transactions*, cit.

## 4.2 Esclusioni specifiche

Accanto alle esclusioni standard, le polizze W&I prevedono frequentemente esclusioni specifiche, concepite in funzione della specifica operazione, strettamente connesse alle risultanze della *due diligence* e alla struttura contrattuale dello SPA.

Esse rappresentano uno strumento mediante il quale l'assicuratore circo-scrive e perimetra ulteriormente la copertura della polizza, sottraendovi quei rischi che presentano elevata probabilità o certezza di verifica, ovvero quei rischi per i quali non è stato possibile procedere ad alcuna verifica o valutazione.

Tali esclusioni vengono analizzate e negoziate tipicamente durante la fase di *underwriting*, in cui l'assicuratore, sulla base della documentazione fornita e delle informazioni fornite dai consulenti delle parti, individua profili di rischio peculiari che non intende assumere.

La loro funzione è duplice: da un lato, preservare l'equilibrio tecnico-assicurativo del contratto; dall'altro, incentivare le parti a una *disclosure* completa e a una *due diligence* quanto più estesa possibile, riducendo l'area di incertezza.

Le esclusioni non-standard possono essere genericamente suddivise in due categorie.

La prima categoria riguarda i rischi che non sono stati adeguatamente esaminati durante l'attività di *due diligence*. L'assicuratore tende a escludere dalla copertura le passività relative a queste aree, poiché, in mancanza di una base informativa adeguata, ritiene che il rischio non possa essere assunto dalla compagnia<sup>83</sup>.

La seconda categoria di esclusioni si applica, invece, ogni qualvolta vi siano clausole di dichiarazioni e garanzie redatte in maniera ambigua o con termini eccessivamente generici. Le garanzie formulate in questi termini, prive di parametri oggettivi di verifica o caratterizzate da formulazioni poco chiare, possono essere escluse dalla copertura, salvo che vengano riformulate in modo preciso nello SPA o tramite allegati specifici. In questo senso si rivela sempre rilevante l'intervento e l'apporto dei consulenti legali nella negoziazione e redazione delle clausole.

Ancora, nella seconda categoria rientrano le aree di rischio complesse, di probabile verifica o il cui potenziale danno non è predeterminabile<sup>84</sup>. La natura altamente tecnica e la difficoltà di stimare con precisione l'esposizione economica di tali passività rendono necessario, nella prassi, il ricorso a polizze dedicate, distinte dalla copertura W&I<sup>85</sup>.

Infine, vi rientrano anche i rischi sistemici, vale a dire eventi di carattere macroeconomico o geopolitico quali oscillazioni valutarie, mutamenti norma-

83 P. Rainelli, *op. cit.*

84 F. Dettori, *La tutela dei rischi da violazione di Representation & Warranties*, materiale didattico in collaborazione con Studio Gnudi.

85 M&A Academy, *Materiale didattico – Lezione del 16 gennaio 2020*, cit.

tivi generalizzati o crisi globali, i quali, per la loro aleatorietà e diffusività, non possono essere oggetto di copertura<sup>86</sup>.

In sintesi, le esclusioni specifiche rappresentano una componente “su misura” della polizza W&I, adattandosi alle peculiarità di ciascuna operazione e imponendo un attento coordinamento tra SPA e contratto assicurativo. La loro gestione richiede un confronto continuo e diretto tra legali, broker e acquirente/venditore, così da garantire una protezione complessiva coerente con il profilo di rischio dell’operazione.

### 4.3 Negoziazione e gestione delle esclusioni

Da un punto di vista prettamente operativo e redazionale, nell’ambito della negoziazione e gestione delle clausole di esclusione del contatto W&I, occorre concertare l’apporto di diversi attori: l’acquirente, che ha interesse a massimizzare il perimetro della copertura; i consulenti legali, che devono garantire la coerenza tra contratto di acquisizione e polizza assicurativa; e il broker, chiamato a individuare le soluzioni disponibili sul mercato e a negoziare le condizioni con l’assicuratore<sup>87</sup>.

Risulta cruciale mappare preventivamente i rischi potenzialmente esclusi già durante la *due diligence*, e fornire all’assicuratore una documentazione completa e accurata, che dimostri la estensione e la correttezza delle verifiche svolte.

Infatti, una *due diligence* incompleta o approssimativa potrà condurre all’inserimento di esclusioni specifiche, riducendo l’utilità della polizza. Ad esempio, l’omessa analisi dello status di eventuali filiali estere della *target* indurrà l’assicuratore a escludere dalla polizza ogni rischio connesso a tali entità.

Nel corso della negoziazione, è quindi suggeribile valutare e proporre strumenti di modulazione della copertura. Tra questi, rilevano in particolare i *carve-out*, che sono a loro volta delle “eccezioni” rispetto alle esclusioni previste dalla polizza, che in pratica reintegrano nella copertura assicurativa determinati rischi che sarebbero normalmente esclusi<sup>88</sup>. Ad esempio, può essere negoziata come *carve-out* la copertura dei rischi fiscali connessi alla eventuale futura contestazione di un credito d’imposta di cui la *target* ha in passato beneficiato.

★★★

86 NT+ Diritto, *M&A Insurance: quali implicazioni legali?*, cit.

87 A. Furlonge, *Assicurazione di garanzia e indennizzo (W&I) nelle transazioni M&A private: guida ai documenti chiave*, 2025.

88 S. Garofolo, *Come avvicinarsi alle polizze merger and acquisition – le polizze assicurative*, 2024.

## 5. Meccanismo di funzionamento della polizza W&I

Il funzionamento delle polizze W&I si articola secondo una sequenza logico-giuridica che presuppone:

- a) in primo luogo, il verificarsi di un evento qualificabile come violazione delle dichiarazioni e garanzie rilasciate dal venditore e coperte dalla polizza;
- b) in secondo luogo, la tempestiva notifica del sinistro (Claim) da parte dell'acquirente, nei termini e con le modalità previste tanto dallo SPA quanto dalla polizza stessa; e
- c) infine, l'istruttoria condotta dall'assicuratore, volta ad accertare la sussistenza dei presupposti e a quantificare l'indennizzo eventualmente dovuto<sup>89</sup>.

Per l'acquirente, la corretta gestione di ciascuna fase è decisiva, poiché ritardi nella notifica e carenze documentali possono determinare la perdita del diritto all'indennizzo.

Da un punto di vista prettamente statistico, è interessante notare che la maggior parte dei Claim notificati nell'ambito di una polizza W&I concerne controversie in materia fiscale e contabile, e si verifica nei primi tre anni successivi al *closing*<sup>90</sup>.

Ai fini della liquidazione dell'indennizzo, è innanzitutto necessario che la violazione delle dichiarazioni e garanzie abbia generato un danno effettivo o una passività economicamente rilevante e patrimonialmente apprezzabile, e che tale danno superi le soglie quantitative previste dallo SPA e dalla polizza assicurativa, quali franchigie e *cap*.

In aggiunta, per poter usufruire della copertura prevista dalla polizza, occorre dimostrare che fra la violazione e il danno sussista un nesso causale diretto, il cui onere della prova grava integralmente sull'assicurato. In difetto di tali presupposti, la copertura assicurativa non risulta attivabile.

Il Claim va notificato per iscritto, descrivendo in maniera puntuale la violazione lamentata, le dichiarazioni e garanzie coinvolte, la stima della perdita economica subita e fornendo parallelamente la documentazione preliminare a sostegno del Claim. Una redazione accurata del Claim non solo costituisce condizione necessaria per l'operatività della polizza, ma consente anche di ridurre il rischio di contestazioni da parte dell'assicuratore in sede di liquidazione del sinistro<sup>91</sup>.

Inoltre, da un punto di vista redazionale, occorre sempre prestare attenzione alla coerenza tra le disposizioni dello SPA e quelle della polizza W&I in termini di notifica del Claim. Infatti, a volte può accadere che una notifica

<sup>89</sup> NT+ Diritto, *M&A Insurance: quali implicazioni legali?*, cit.

<sup>90</sup> Aon, *Transaction Solutions Global Claims Study*, 2024.

<sup>91</sup> Griffith, *Deal Insurance – Representation and Warranty Insurance in Mergers & Acquisitions*, cit.

formalmente valida ai sensi dello Share Purchase Agreement non sia conforme ai requisiti della polizza, creando incertezze.

Ricevuta la notifica del sinistro, l'assicuratore avvia un procedimento di istruttoria finalizzato ad accertare la sussistenza dei presupposti di operatività della polizza e a quantificare l'indennizzo eventualmente dovuto. Tale fase riveste carattere essenziale, poiché rappresenta il momento in cui l'assicuratore esercita il proprio potere di verifica sulla fondatezza del Claim.

L'istruttoria si articola, di regola, in una duplice attività: da un lato, si verifica l'effettività della violazione delle dichiarazioni e garanzie coperte; dall'altro lato, si valuta la documentazione probatoria fornita dall'assicurato a sostegno della richiesta di indennizzo.

L'assicuratore può richiedere all'assicurato ulteriori chiarimenti o l'allegazione di evidenze supplementari quali perizie indipendenti, relazioni di revisori, o documenti contabili, nonché avvalersi di propri consulenti tecnici o legali per compiere ulteriori accertamenti.

Quanto ai tempi, le polizze prevedono spesso termini procedurali entro cui l'assicuratore deve comunicare la propria posizione, sia essa di accoglimento totale, di accoglimento parziale o di rigetto della richiesta.

Occorre poi valutare se la polizza prevede specifiche previsioni dedicate alla quantificazione del danno. Alcune polizze vanno a indennizzare i costi e le perdite direttamente subite, quali sanzioni pecuniarie, costi di contenzioso, spese per la regolarizzazione o la messa in conformità rispetto alle previsioni normative.

Altre polizze, invece, adottano il criterio della "*diminution in value*"; quindi, vanno a verificare l'entità della riduzione del valore della quota di partecipazione acquisita dal compratore e ad indennizzare solo questo delta fra il valore atteso e il valore diminuito.

In generale, invece, sono sempre esclusi dall'indennizzo i cosiddetti danni indiretti come il lucro cessante.

Una volta accertata la fondatezza del Claim, la liquidazione dell'indennizzo avviene secondo le modalità indicate nel contratto di assicurazione, il quale indica anche il criterio di quantificazione del danno adottato.

\*\*\*

## 6. Coordinamento e interazione tra lo share purchase agreement e la polizza W&I

### 6.1 Lo share purchase agreement, le R&W e le clausole di indennizzo

Lo Share Purchase Agreement (SPA) è il contratto tramite cui si formalizza la compravendita di partecipazioni sociali, disciplinando condizioni, diritti e obblighi delle parti.

Esso definisce i termini dell'operazione, regolando aspetti come il prezzo e i relativi aggiustamenti, le condizioni sospensive (ad esempio, autorizzazioni e consensi), gli obblighi e le dichiarazioni delle parti, nonché i rimedi e gli indennizzi in caso di violazioni.

Le dichiarazioni e garanzie costituiscono uno degli elementi centrali dello SPA e hanno la funzione di allocare sul venditore il rischio che la società in futuro presenti caratteristiche differenti da quelle attese dall'acquirente.

Il venditore normalmente fornisce garanzie sullo stato della società *target*, in relazione ai profili patrimoniali, contabili, fiscali, giuridici e operativi.

Le dichiarazioni e garanzie si distinguono di regola in tre categorie:

- a) *fundamental warranties*, relative alla titolarità e trasferibilità delle azioni;
- b) *business warranties*, relative alle attività operative, ai contratti, alla proprietà intellettuale e alla compliance; e
- c) *financial warranties*, relative alla correttezza delle informazioni contabili e finanziarie.

Le dichiarazioni e garanzie sono negoziate a valle della *due diligence* e costituiscono la base della copertura assicurativa W&I, la quale interviene in caso di loro violazione.

Accanto alle dichiarazioni e garanzie, lo SPA prevede di norma specifiche clausole di indennizzo ("*indemnities*"), che attribuiscono al venditore responsabilità mirate per passività già note o altamente probabili, come ad esempio contenziosi fiscali, contenziosi laburistici e passività ambientali.

Tali clausole di indennizzo, di regola escluse dalla copertura assicurativa W&I, possono in alcuni casi essere oggetto di coperture dedicate o di estensioni assicurative concordate in sede di *underwriting*.

La distinzione tra dichiarazioni e garanzie e *indemnities* è importante anche ai fini assicurativi, in quanto le prime coprono i rischi potenziali e latenti, che potrebbero non emergere in *due diligence*, mentre le seconde riguardano i rischi noti o comunque prevedibili e già quantificabili.

Una negoziazione attenta dello SPA, coordinata con la polizza assicurativa, dovrebbe pertanto puntare a massimizzare il perimetro delle dichiarazioni e garanzie, così da ampliare l'efficacia della copertura W&I.

## 6.2 Coordinamento e interazione tra le disposizioni dello SPA e la polizza W&I

Il corretto coordinamento tra le disposizioni contenute nello SPA e la polizza W&I costituisce un elemento centrale per garantire l'efficacia operativa e la coerenza sistematica della protezione assicurativa nell'ambito di un'operazione di M&A.

La polizza W&I, dal punto di vista giuridico, è un contratto autonomo e separato rispetto allo SPA, anche se i due strumenti contrattuali sono intrinsecamente collegati e devono essere concepiti in un'ottica di mutua integrazione, al fine di evitare lacune, sovrapposizioni o contraddizioni che possano compromettere l'obiettivo di corretta allocazione del rischio tra le parti.

Nella prassi, il contenuto della polizza riflette in gran parte la struttura del pacchetto di dichiarazioni e garanzie contenute nello SPA. Non si tratta però di una riproduzione integrale in quanto la polizza è predisposta sulla base di valutazioni autonome dell'assicuratore, il quale, in sede di *underwriting*, può decidere di escludere alcune dichiarazioni e garanzie dalla copertura assicurativa o ridurne l'ambito di copertura.

Uno degli aspetti più delicati riguarda proprio la formulazione delle dichiarazioni e garanzie.

Per ridurre la propria esposizione, il venditore tende a introdurre nello SPA soglie di materialità conformemente alle quali la violazione di una dichiarazione rileva solo se determina un impatto significativo sulla società *target*, ovvero attribuendo rilevanza alla "conoscenza del venditore", nel senso che la violazione di una dichiarazione rileva solo se il venditore si trovava a conoscenza della passività alla data della relativa dichiarazione.

In tali situazioni, è possibile per l'acquirente ricorrere in polizza alle previsioni di "*materiality scrape*" o "*knowledge scrape*" che consentono di ottenere copertura delle passività anche in presenza di soglie di materialità o di conoscenza convenute nello SPA.

Un ulteriore profilo di attenzione concerne i limiti quantitativi agli obblighi di indennizzo.

Nello SPA, spesso, vengono convenuti tre tipologie di limiti quantitativi agli obblighi di indennizzo: il *de minimis*, ossia la soglia al di sotto della quale le singole passività non risultano indennizzabili dal venditore; la franchigia e il *cap*, ossia il limite massimo complessivo all'obbligo di pagamento in capo al venditore.

Nell'ambito della negoziazione occorre prestare attenzione a che tali limiti quantitativi agli obblighi di indennizzo siano ben coordinati con gli eventuali limiti previsti dalla polizza, al fine di evitare discrasie.

Un differente approccio negoziale, noto come "*nil recourse*", prevede il mantenimento di una responsabilità in capo al venditore per gli obblighi di indennizzo, ma consente di limitarlo ad un importo molto più contenuto di

quello altrimenti negoziabile in assenza di polizza. Superata la soglia convenuta, l'acquirente potrà rivalersi esclusivamente sull'assicuratore, senza poter più avanzare richieste di indennizzo al venditore.

Per esempio, in un'operazione da 50 milioni di euro, il *cap* di indennizzo a carico del venditore potrebbe essere limitato a 500.000 euro: eventuali perdite fino a tale importo rimarrebbero a carico del venditore; qualsiasi passività in eccesso a tale limite sarà coperta unicamente dall'assicuratore, tramite la polizza W&I.

Questa soluzione consente al venditore di limitare drasticamente la propria esposizione *post-closing*, e all'acquirente di ritenersi comunque soddisfatto dell'importo quantitativo degli obblighi di indennizzo, con riferimento ai quali si potrà rifare verso la polizza assicurativa.

Un ultimo aspetto da valutare nel raccordo tra SPA e polizza concerne le “*disclosures*”, ossia le informazioni che il venditore comunica all'acquirente prima del *closing* e con riferimento alle quali il venditore mantiene piena responsabilità in relazione ad eventuali passività future.

Esistono tuttavia modelli assicurativi che vanno a coprire i fatti oggetto di disclosure, consentendo all'acquirente di avere una tutela maggiore rispetto ai rischi emersi durante la *due diligence*. In ogni caso, è fondamentale che il processo di *due diligence* e il pacchetto informativo siano condivisi con l'assicuratore in fase di *underwriting*, così che la copertura venga calibrata in modo coerente rispetto alle informazioni effettivamente disponibili e valutate dalle parti.

\*\*\*

## 7. Considerazioni finali

La polizza W&I non si sostituisce ai rimedi contrattuali previsti dallo Share Purchase Agreement, ma vi si affianca in un rapporto di complementarità che deve essere attentamente disciplinato. Il rischio, altrimenti, è quello di generare sovrapposizioni o conflitti tra le tutele disponibili all'acquirente, con possibili incertezze applicative e contenziosi.

In linea generale, la polizza opera come strumento di trasferimento del rischio dall'acquirente all'assicuratore, lasciando impregiudicati i rimedi contrattuali previsti dallo SPA. Tuttavia, spesso nella prassi le parti convengono nello SPA che l'acquirente, in presenza di una copertura W&I, debba prioritariamente escutere la polizza anziché agire direttamente contro il venditore, così da preservare la stabilità dei rapporti *post-closing* e ridurre il rischio di contenziosi tra le parti contrattuali.

Un corretto coordinamento implica, da un lato, che le garanzie coperte dalla polizza coincidano con quelle contenute nello SPA; dall'altro, che siano

chiarite le modalità di interazione tra indennizzo assicurativo e rimedi contrattuali, in particolare in relazione ai limiti di responsabilità del venditore (*cap*, franchigia, *de minimis*) e all'eventuale diritto di surroga dell'assicuratore nei confronti del venditore.

La disciplina del coordinamento tra polizza e rimedi contrattuali rappresenta, dunque, un aspetto centrale della negoziazione: una regolamentazione chiara consente di sfruttare al meglio la funzione assicurativa, senza pregiudicare l'efficacia delle pattuizioni contrattuali e mantenendo un equilibrio complessivo tra gli interessi delle parti.

**CAPITOLO 3**, di Matteo Danzi

# Negoziazione e best practice redazionali

**SOMMARIO:** 1. La negoziazione delle polizze W&I – 2. Le principali clausole “trigger-sensitive”: cenni sintetici e panoramica delle best practice redazionali più rilevanti – 3. Prospettive evolutive e possibili sviluppi

## 1. La negoziazione delle polizze W&I

La negoziazione delle polizze W&I coinvolge una pluralità di soggetti, ciascuno portatore di interessi e obiettivi differenti, e si sviluppa, usualmente, attraverso un processo articolato, che deve tenere conto, tra le altre cose, della struttura della specifica operazione cui attiene, delle esigenze tecniche e regolamentari del mercato assicurativo, oltre che del fatto che la polizza venga negoziata nell’interesse precipuo dell’acquirente ovvero del venditore. Inoltre, molto dipenderà dal “potere negoziale” delle parti coinvolte, nonché degli interessi (e dei valori economici) in gioco.

Anzitutto, per negoziare efficacemente una siffatta polizza, vanno considerate, conosciute ed esaminate le varie “fasi” (ed eventuali sottofasi) che portano alla sottoscrizione di una polizza W&I, che, chiaramente, vedranno il coinvolgimento dell’assicuratore e un dialogo con il contraente<sup>92</sup>.

A supporto di tale attività, e nel corso dei vari step di negoziazione della polizza, risulta (o, comunque, potrebbe risultare) di fondamentale importanza il ruolo dei consulenti (in particolar modo: legali, fiscali, finanziari), nonché del broker assicurativo.

Il dialogo tra i soggetti coinvolti, ciascuno portatore di interessi potenzialmente confliggenti ma orientati al medesimo risultato, dovrebbe facilitare il raggiungimento di una posizione equilibrata e che permetta di tutelare, ancora prima che i diritti, gli interessi delle parti. Va invero rammentato che nel corso delle negoziazioni possono emergere, e in effetti emergono frequentemente, divergenze tra venditore e acquirente, determinate dalla differente prospettiva con cui ciascuna parte valuta i rischi dell’operazione: trovare un equilibrio tra le parti, che non si risolva in una mera soluzione di compromesso, diventa allora di assoluta rilevanza al fine del buon esito della stipula della polizza, in primis, e, in ultima analisi, financo per il closing del deal.

<sup>92</sup> Naturalmente, alcune “fasi” potranno mancare in determinati contesti mentre altre potranno essere maggiormente “stressate”: pertanto, nel descrivere tali step negoziali, va tenuto in considerazione che si tratta comunque di ipotesi generali e astratte, che andranno poi calate nella realtà del caso concreto e adattate alla specifica operazione cui attiene la polizza da negoziare.

Peraltro, la negoziazione di una siffatta polizza, da un lato - e “in astratto” - lascia ampi margini di autonomia, ma dall’altro - e “in pratica” - non può certamente fuoriuscire dall’ambito della legalità (i.e. regolamentazione vigente, eventuale adeguamento a precedenti giurisprudenziali, prassi della compagnia assicurativa), dovendo altresì fare i conti con le influenze derivanti dalle prassi di mercato e, in ultima analisi (ma, forse, in modo ancora più pregnante), con la disponibilità degli assicuratori a coprire determinati rischi.

Nel presente paragrafo si andranno quindi ad esaminare, senza pretesa di esaustività, gli aspetti sopra richiamati, che possono influenzare la negoziazione di una polizza W&I.

## 1.1 Le fasi di *underwriting* e i principali aspetti della negoziazione

Il procedimento di *underwriting*, che dovrebbe finalizzarsi con la sottoscrizione della polizza, si articola, quantomeno in linea teorica, in diverse fasi distinte ma strettamente interconnesse tra loro, anche se non sempre facilmente identificabili separatamente.

Va comunque rammentato che, nel corso dei confronti che possono esservi tra le parti coinvolte, è possibile che vi siano delle “spinte in avanti” (per esempio, stipula della polizza senza una effettiva negoziazione e, quindi, sulla base di un modello predisposto direttamente dalla compagnia assicuratrice o di uno standard precedentemente accettato), che potrebbero permettere di evitare alcuni step negoziali, ovvero dei rallentamenti (dovuti, ad esempio, ai fisiologici standby della negoziazione del deal, ovvero alle informazioni aggiuntive - e quindi in un primo momento mancanti - che la compagnia assicurativa potrebbe richiedere) che, al contrario, potrebbero rendere necessari ulteriori passaggi e analisi.

In astratto, il momento migliore per negoziare con la compagnia assicurativa una polizza W&I sarebbe quello iniziale della transazione, ove ancora si devono definire gli elementi della stessa e negoziare lo SPA, ma nulla vieta che la polizza possa essere negoziata e stipulata in qualsiasi momento, anche successivo al closing<sup>93</sup>.

<sup>93</sup> Sul punto si veda anche P. Scarduelli e A. Fabbri, *Polizze W&I diffusione nel mercato e prospettive*, in Mag by legalcommunity.it n. 76 del 14/03/2017, 94 ss. (<https://cms.law/content/download/286442/file/POLIZZE%20W&I%20diffusione%20nel%20mercato.pdf>). Peraltro, è interessante notare come nelle operazioni di grandi dimensioni (per tali intendendosi quelle di valore oltre un miliardo di Euro) e di procedure competitive, nel caso di polizze *sell-side* stia guadagnando terreno il c.d. *hard staple*: in tale fattispecie, il venditore si rivolge al mercato assicurativo nella fase iniziale dell’operazione e l’assicuratore selezionato procederà sulla base della *data room* virtuale (o *vendor due diligence*) e produrrà una bozza avanzata del modulo di polizza W&I, che sarà resa nota agli offerenti e che costituisce un requisito essenziale per il proseguimento della negoziazione. Di norma, la bozza sarà negoziata dall’assicuratore solo con chi abbia presentato la *preferred offer*, ma in taluni casi gli assicuratori accettano di confrontarsi con più offerenti. Dal momento tuttavia che l’*hard staple* richiede molto tempo e un notevole dispendio di risorse, i venditori potrebbero optare per il *soft staple*. Nel *soft staple*, il venditore fornisce agli offerenti una relazione del broker redatta dopo un’indagine iniziale del mercato assicurativo. In questo scenario, l’accesso al broker e alle compagnie assicurative è consentito solo quando viene concessa l’esclusiva a un offerente e la sottoscrizione procede sulla base dei rapporti di due diligence dell’acquirente. Sul punto si veda G. Galeotti (referente e a cura di), *La W&I e il ruolo nel mercato dell’M&A in Italia*, del 6.12.2024 (<https://www.withersworldwide.com/it-it/approfondimenti/leggere/la-w-i-e-il-ruolo-nel-mercato-dell-m-a-in-italia>). In tema di *hard staple* e *soft staple* si veda

Ad ogni modo, nella prima fase della negoziazione il focus sarà particolarmente centrato sulle analisi che intende (*rectius*, deve) svolgere l'assicuratore: il suo obiettivo principale è infatti quello di effettuare un'analisi preliminare del rischio assicurabile, la quale si fonda sull'esame della documentazione e delle informazioni prodotte nell'ambito della *due diligence* già condotta (e che solitamente attiene, quantomeno per determinate categorie di deal dove usualmente rileva una polizza W&I, gli aspetti legali, fiscali e finanziari).

In questa fase, si possono individuare due aspetti da tenere maggiormente in considerazione. Da un lato, come accennato, la valutazione dei rischi che l'assicuratore si assume, con un'analisi che cercherà di essere il più precisa e celere possibile; dall'altro – ma, forse, addirittura su un piano ancor più rilevante – la conoscenza del contraente che l'assicuratore ha, o può avere, con riguardo al rischio assicurato e le dichiarazioni rese alla compagnia<sup>94</sup>.

Quanto alla valutazione dei rischi assunti, volendo fare un cenno “storico”, si può notare come, in un primo momento, le assicurazioni richiedevano spesso di svolgere una propria autonoma *due diligence*, distinta rispetto a quella già svolta dai contraenti nell'ambito del *deal* e della negoziazione delle dichiarazioni e garanzie contrattuali, con un evidente aggravio di costi e dilatazione dei tempi, che risultava poco compatibile con le esigenze di celerità tipiche dei *deal*. In una successiva fase storica – e così, se vogliamo, nell'attualità – si può constatare come le compagnie abbiano apportato notevoli miglioramenti al processo di sottoscrizione delle polizze e, accogliendo le istanze di maggiore efficienza e speditezza provenienti dagli operatori, abbiano iniziato a sostituire l'originario svolgimento di una propria autonoma indagine indipendente con una valutazione del rischio fondata essenzialmente sulla *due diligence* già condotta dal contraente, acquisendone gli esiti e interfacciandosi con i consulenti e gli altri esperti incaricati di svolgere l'indagine per conto (usualmente) del compratore, al fine di identificare le aree di maggior rischio e, eventualmente, escluderle dalla copertura assicurativa (ovvero adeguare il premio alle risultanze di tale indagine di secondo livello)<sup>95</sup>.

Nel corso delle proprie analisi, l'assicuratore, in sostanza, svolge comunque una *due diligence* di secondo livello, avente a oggetto le attività di indagine già espletate dalla parte al fine di individuare le aree di rischio da escludere dalla copertura assicurativa, eventualmente in ragione della tipologia di rischio o del livello di indagine reputato insufficiente. L'assicuratore valuterà non solo il contenuto delle dichiarazioni e garanzie contrattuali, ma anche il grado di approfondimento dell'attività istruttoria svolta dagli advisor (in special modo dell'acquirente), in quanto essa costituisce uno degli elementi fondamentali per la determinazione del perimetro della copertura assicurativa.

---

anche il § 2.2.

<sup>94</sup> Sul punto, P. Rainelli, *op. cit.*, 447 ss.

<sup>95</sup> Cfr. sul punto P. Rainelli, *op. cit.*, 438 e ss.; sull'esigenza di celerità si veda anche G. Lanzavecchia, *Polizze W&I: cresce l'impiego nelle operazioni di M&A*, in InsuranceTrade.it, Osservatori-Normativa, del 16.06.2017 (<https://www.insurancetrade.it/insurance/contenuti/osservatori/7054/polizze-w-i-cresce-l-impiego-nelle-operazioni-di-m-a>).

Peraltro, dal momento che il rischio viene valutato anche in base ai contenuti dello SPA negoziato tra le parti, le compagnie assicurative tendono a voler ottenere visibilità sullo svolgimento del negoziato delle parti fin dalle prime fasi, giungendo poi a una valutazione del rischio che sono disposte ad assicurare sulla base dell'analisi dei risultati della due diligence condotta dal compratore<sup>96</sup>.

Di norma, quindi, nelle primissime fasi di coinvolgimento, l'assicuratore chiederà accesso alla *data room*, nonché copia dell'ultima bozza del contratto di compravendita e dei report di *due diligence* (legale, fiscale, finanziaria, ambientale etc.). Dopo aver esaminato il materiale, gli assicuratori potranno anche predisporre una sessione di Q&A e programmare interlocuzioni con il contraente e con i suoi consulenti per discutere condizioni, coperture ed esclusioni della polizza<sup>97</sup>.

Un tratto caratteristico delle polizze W&I attiene al fatto che le valutazioni possono fare limitato affidamento su analisi statistiche-attuariali<sup>98</sup> e si basano per lo più su esami casistici, applicando una serie di parametri quali la natura dell'attività svolta dalla target (sia in termini di settore industriale sia in termini di zone geografiche coinvolte e mercati interessati), la quantità e qualità delle informazioni messe a disposizione in sede di due diligence, le caratteristiche delle parti e la qualità della *due diligence* stessa<sup>99</sup>. Tale esercizio si fonda sull'adempimento da parte del contraente del proprio generale obbligo di cooperazione e informazione, evitando di falsare la valutazione della compagnia attraverso dichiarazioni inesatte o reticenti che siano collegate al rischio assicurato e risultino determinanti ai fini della formazione del consenso dell'assicuratore (in quanto il contratto non sarebbe stato concluso o sarebbe stato stipulato a condizioni significativamente diverse).

Il secondo elemento di rilievo di questa prima fase attiene alla effettiva conoscenza (o alla possibilità di conoscenza) che le compagnie possono avere con riguardo al contraente la polizza (come d'altronde rileva in ogni contratto di assicurazione). Infatti, per quanto scontato possa sembrare, non è sempre così immediato che tutte le informazioni richieste dall'assicuratore siano immediatamente a sua disposizione, ma è proprio sulla base di quanto conosciuto e dichiarato dal contraente che si fondano la valutazione del rischio, la deter-

96 Su questo e sui precedenti aspetti relativi alla *due diligence* dell'assicuratore si veda anche il § 1.2.; per un approfondimento sul tema C. Confortini, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020.

97 P. Rainelli, *op. cit.*, 438 ss.; C. Confortini, *op. cit.*

98 E ciò per quanto, comunque, le compagnie abbiano a disposizione dati sulla frequenza e rilevanza media dei contenziosi per violazione delle dichiarazioni e garanzie nelle operazioni di M&A in rapporto alla tipologia di operazione e al mercato in cui si realizza. A tal proposito, risulta interessante il rapporto elaborato da AIG sulla base di alcune ricerche svolte sul mercato nordamericano, secondo cui nel 2021 le richieste di indennizzo conseguenti a violazioni di dichiarazioni e garanzie sui bilanci rappresentano il 21% del totale dei sinistri denunciati alle compagnie, quelle fiscali il 19%, quelle sulla *compliance with law* il 16%, quelle sui contratti rilevanti tra società e terzi il 12% e quelle in materia di rapporti di lavoro e contenzioso entrambe l'8% del totale (si veda Rapporto AIG, *M&A: Elevated claim levels put focus on due diligence*, 2021 ([www.aig.com/content/dam/aig/america-canada/us/documents/business/management-liability/aig-manda-2021-w-and-i.pdf](http://www.aig.com/content/dam/aig/america-canada/us/documents/business/management-liability/aig-manda-2021-w-and-i.pdf))).

99 Come osserva S.J. Griffith, *Deal Insurance – Representation and Warranty Insurance in Mergers & Acquisitions*, *Minnesota Law Review*, vol. 104, 2024, 1839 ss. “[i]nsurance companies are repeat players in the business of pricing risks and paying losses. This puts them in an excellent position not only to assess the actuarial probability of loss but also to develop techniques for their policyholders to minimize or prevent loss”.

minazione del premio e l'identificazione delle esclusioni<sup>100</sup>. Proprio su tale ultimo aspetto, una delle previsioni più comuni nelle polizze W&I stabilisce che la copertura assicurativa sia esclusa qualora l'inesattezza delle dichiarazioni e garanzie contrattuali fosse nota al contraente al momento della sottoscrizione della polizza, conoscenza tipicamente acquisita durante la *due diligence*<sup>101</sup>: ecco quindi che, ancora più in un caso siffatto, sarà importante per l'assicuratore riuscire ad ottenere il maggior numero di informazioni possibili<sup>102</sup>.

Lo step seguente sarebbe quello della proposta e strutturazione della polizza, dove vengono definiti i termini fondamentali dell'assicurazione: chiaramente, i contenuti di una polizza siffatta dipendono dalla specifica fattispecie cui la polizza attiene, ma è pur vero che alcuni elementi "minimi" non possono mancare: l'importo massimo della copertura (*limit of liability*), la durata della stessa (*term*), l'eventuale franchigia (*retention*), le clausole di esclusione, i trigger per l'attivazione della copertura e le eventuali condizioni sospensive legate al perfezionamento dell'operazione.

In tale ambito, assumono un ruolo fondamentale le esclusioni standard (*standard exclusions*), che riflettono i rischi tipicamente non coperti dal mercato (ad esempio, frode nota, inquinamento ambientale, passività note o già rilevate nella *due diligence*)<sup>103</sup>.

La fase "finale" dell'underwriting consiste nella negoziazione e finalizzazione del testo di polizza. Ciò comporta un complesso bilanciamento tra l'esigenza dell'assicurato di ottenere una copertura quanto più estesa possibile e la necessità dell'assicuratore di delimitare con precisione il proprio rischio tecnico. D'altronde, i contenuti della polizza devono risultare pienamente coerenti con quanto previsto nel contratto di compravendita, sia sotto il profilo oggettivo (contenuto delle garanzie) che soggettivo (limiti di conoscenza, responsabilità, obblighi di disclosure).

100 P. Rainelli, *op. cit.*, 448 ss. Peraltro, va rilevato come nel caso in cui la valutazione del rischio sia alterata da dichiarazioni inesatte o reticenti del contraente, la disciplina codicistica (artt. 1892 e 1893 c.c.) attribuisce all'assicuratore rimedi diversi a seconda dello stato soggettivo del contraente: se le dichiarazioni sono rese con dolo o colpa grave, la compagnia può chiedere l'annullamento del contratto, mentre, in assenza di dolo o colpa grave del contraente, la compagnia può recedere dal contratto entro tre mesi dal giorno in cui emerge l'inesattezza o la reticenza o ridurre proporzionalmente l'indennizzo se il sinistro si è verificato prima di tale emersione. Come noto si tratta di una disciplina derogabile solo in senso più favorevole all'assicurato: occorre dunque interrogarsi se le polizze W&I, che, seguendo modelli contrattuali anglosassoni, approntano una disciplina convenzionale significativamente diversa dal regime legale, siano effettivamente migliorative per l'assicurato giacché, in caso contrario, la deroga alla disciplina codicistica non potrebbe operare e troverebbero automatica applicazione le previsioni degli artt. 1892 e 1893 c.c. In dottrina, sulla disciplina dettata dagli artt. 1892 e 1893 c.c., si veda S. Landini, *Commento sub artt. 1892-1893-1894 c.c.*, in Commentario del codice civile, diretto da E. Gabrielli, UTET Giuridica; e F. Peccenini, *Dell'assicurazione. Artt. 1882-1932*, in Commentario del codice civile Scialoja-Branca, a cura di F. Galgano, Soc. ed. del Foro italiano, 2011.

101 L'identificazione dei soggetti la cui conoscenza viene imputata al contraente a questi fini avviene nuovamente attraverso il rinvio all'elenco di soggetti che hanno condotto l'operazione e partecipato al processo di *due diligence*. Si veda P. Rainelli, *Op. cit.*, 447 ss.

102 Sul punto si veda anche il capitolo 2 (e su tali varianti si richiamano anche A. Borselli, *Insurance in M&A Transactions in The Governance of Insurance Undertakings*, Pierpaolo Marano, Kyriaki Nousseia (Eds.), Springer International Publishing, 2022 e, per una elencazione delle esclusioni maggiormente diffuse nella prassi internazionale si rinvia a R. Mishra, *Transaction Liability Insurance: Optimising the Risk Allocation in New-Age M&A Deals*, Business Law International, 2019).

103 Sul punto si veda anche quanto esposto nel capitolo 2.

## 1.2 Il ruolo degli advisor legali, fiscali e del broker assicurativo. I margini e i principali limiti di negoziazione

Come visto, la negoziazione e il contenuto delle polizze W&I si riflettono in un procedimento complesso e non sempre lineare, nel corso del quale le parti coinvolte nella *deal* non hanno (o non hanno tutte) le competenze e le conoscenze a ciò necessarie. Risulta quindi di fondamentale importanza il coinvolgimento di professionisti che possano supportare i soggetti coinvolti in questa attività, ciascuno dei quali può apportare competenze specifiche.

È chiaro che il numero, le tipologie e le caratteristiche degli *advisors* coinvolti potrà variare a seconda della complessità della polizza e del *deal* di riferimento. Pertanto, in questa sezione ci si limiterà ad approfondire il ruolo che possono avere tre figure di rilievo, ossia l'*advisor* legale (tipicamente avvocato), quello fiscale e la figura “mediana” del broker assicurativo.

Partendo dal ruolo del consulente legale, la sua attività è di assoluto rilievo in quanto è centrale nella strutturazione dell'intera operazione, contribuendo alla redazione del contratto di acquisizione e garantendo che le dichiarazioni e garanzie siano formulate in modo coerente rispetto alla copertura assicurativa richiesta. Tale figura ha altresì il delicato compito di verificare che la *disclosure* fornita dal venditore sia completa e adeguatamente rappresentata nel *disclosure schedule*, che costituisce un elemento essenziale per la delimitazione del rischio coperto dalla polizza.

Potrebbe sembrare che, in uno scenario in cui la parte più critica di uno SPA è coperta dalla stipula di una polizza assicurativa W&I, il ruolo degli avvocati sia meno rilevante. Tuttavia, al contrario di quanto possa apparire, una attenta valutazione legale si rende tantopiù necessaria per evitare che le limitazioni alle garanzie della W&I interferiscano e si aggiungano a quelle contrattuali a favore di una delle parti e a scapito dell'altra, con impatto negativo sull'acquirente o sul venditore. Come visto, spesso si “intersecano” la *due diligence* legale e quella “integrativa” che viene di prassi effettuata dalla compagnia assicurativa e, spesso, il rapporto tra le due può essere delicato: a tale scopo, fondamentale è l'analisi dei rischi legali dell'operazione e dell'articolazione della copertura dei rischi tra la polizza W&I e lo SPA, così che attraverso la sintesi della negoziazione, la definizione della polizza W&I e dell'assetto dello SPA, si possa raggiungere l'obiettivo di copertura del rischio ricercato<sup>104</sup>.

L'advisor fiscale interviene nella valutazione del profilo tributario, analizzando eventuali passività pregresse, verificando il corretto adempimento degli obblighi fiscali e suggerendo modalità per la mitigazione del rischio residuo. Il suo lavoro incide direttamente sull'inclusione di specifiche garanzie fiscali nella polizza e, ove necessario, sulla predisposizione di *carve-out ad hoc* per coprire rischi peculiari. Il ruolo principale del fiscalista nella stipula di polizze W&I è quello di fornire consulenza qualificata sull'impatto fiscale delle polizze stesse,

<sup>104</sup> Tra gli altri: G. Galeotti (referente e a cura di), *La W&I e il ruolo nel mercato dell'M&A in Italia*, cit.; C. Gabardi e C. Grisanti, *M&A Insurance, quali implicazioni legali?*, in NT+ Diritto, del 04.02.2022 (<https://nplusdiritto.ilsole24ore.com/art/ma-insurance-quali-implicazioni-legali-AEioBCCB>).

ottimizzando la struttura del contratto per minimizzare gli oneri fiscali sul contraente e sui beneficiari, e garantendo la conformità con la normativa vigente, inclusa la corretta tassazione dei premi e degli indennizzi. Valuterà quindi il regime fiscale applicabile alla polizza, distinguendo tra premi pagati e indennizzi percepiti, e considera le implicazioni fiscali del trasferimento di rischio e porterà le proprie competenze per suggerire modifiche al contratto di polizza per ridurre l'impatto fiscale, ad esempio valutando se l'integrazione di determinate coperture (come titoli pubblici italiani o indice azionario) possa influenzare la tassazione.

Ancora, il professionista fiscale potrà fornire consulenza sui costi della polizza, valutando la deducibilità dei premi e l'imponibilità degli indennizzi, nonché suggerendo soluzioni per ottimizzare la gestione fiscale dell'investimento<sup>105</sup>.

In sintesi, il fiscalista agisce come un consulente strategico, assicurando che la polizza W&I sia non solo efficace dal punto di vista assicurativo, ma anche fiscalmente efficiente e in linea con le normative vigenti.

Quanto al broker assicurativo, rappresenta il punto di collegamento tra le parti dell'operazione e il mercato assicurativo. La sua funzione è principalmente quella di identificare le compagnie disposte a sottoscrivere la polizza, negoziare le condizioni economiche (premio, franchigia, limite), gestire il flusso documentale verso gli underwriters e assicurare che la struttura della polizza sia adeguatamente calibrata rispetto ai rischi dell'operazione. Il broker contribuisce, inoltre, a ottenere *carve-out* su specifiche esclusioni o a negoziare clausole particolari, come quelle sulla *subrogation* o sull'allocazione delle conoscenze pregresse.

Proprio in merito all'attività di brokeraggio, è interessante notare come alcune aziende propongano, anche per mezzo di *flyers* comunicativi commerciali, presentazioni dei propri servizi, scandendo altresì le tempistiche di riferimento. Ad esempio, per citarne uno (Howden)<sup>106</sup>, le fasi seguite dal broker potrebbero essere identificate come segue: (i) analisi documentale dello SPA e identificazione e gestione dei rischi principali e potenziali soluzioni assicurative – 2 giorni lavorativi; (ii) marketing dell'operazione sul mercato assicurativo e predisposizione di un report che riassume i termini (di norma, non vincolanti) ricevuti dagli assicuratori e negoziati dal broker (“NBI report”) – 3 giorni lavorativi; (iii) selezione dell'assicuratore, coordinamento dell'underwriting, analisi dei risultati della *due diligence* e consulenza, negoziazione della polizza – 10 giorni lavorativi.

Ad ogni modo, va considerato che nel corso della negoziazione emergono frequentemente divergenze tra venditore e acquirente, determinate dalla differente prospettiva con cui ciascuna parte valuta i rischi dell'operazione. Il vendi-

<sup>105</sup> Tra gli altri, ad esempio, D. Lenarduzzi, *Garanzie Assicurative nelle operazioni di M&A - Polizze W&I, uno strumento strategico per la gestione dei rischi nelle operazioni M&A*, del 13.02.2025 (<https://studioalcor.it/polizze-wi-uno-strumento-strategico-per-la-gestione-dei-rischi-nelle-operazioni-ma/#:~:text=Questi%20strumenti%20assicurativi%20consentono%20di,per%20tutte%20le%20parti%20coinvolte>).

<sup>106</sup> *Howden M&A - Focus sulle assicurazioni M&A*, 2024.

tore tende, per ovvie ragioni, a minimizzare la propria esposizione post-closing, cercando di limitare l'estensione delle dichiarazioni e garanzie, inserire soglie di materialità, *knowledge qualifiers*, clausole di *de minimis* e cap restrittivi, oltre a definire una durata limitata della propria responsabilità.

L'acquirente, al contrario, mira ad ottenere la copertura più ampia possibile, sia in termini oggettivi (contenuto delle garanzie) sia soggettivi (assenza di limitazioni sulla conoscenza). L'uso della polizza W&I viene spesso proposto come mezzo di compromesso: consente all'acquirente di ottenere copertura su un insieme di rischi significativi e al venditore di limitare la propria esposizione diretta, rinviando eventuali richieste di indennizzo all'assicuratore. Tuttavia, questo equilibrio è influenzato dalla volontà dell'assicuratore, che spesso si pone come terzo regolatore del contenuto della trattativa.

Sebbene, in linea teorica, le parti abbiano ampi margini di autonomia nella strutturazione della polizza W&I, in pratica tali margini risultano fortemente influenzati dalle prassi di mercato, dalla disponibilità degli assicuratori a coprire determinati rischi e dalla regolamentazione vigente.

Inoltre, i limiti imposti dal mercato comportano che molte clausole risultino "standardizzate" e di difficile modifica, se non in presenza di una *due diligence* di elevata qualità o di rischi minimi<sup>107</sup>.

\*\*\*

## 2. Le principali clausole "trigger-sensitive": cenni sintetici e panoramica delle best practice redazionali più rilevanti

La redazione delle clausole contrattuali nei contratti di SPA incide in maniera determinante sull'operatività della polizza W&I. Tra queste, particolare attenzione meritano le clausole "trigger-sensitive", così definite in quanto idonee a "innescare" o impedire l'attivazione della copertura assicurativa W&I, condizionando in maniera sostanziale la possibilità di indennizzare il danno patito.

Negoziare (e redigere) tali clausole in modo "corretto" (e coerente), permette di avere una certa linearità e rappresenta una *best practice* redazionale fondamentale per l'efficacia dell'intera operazione, nonché per la prevenzione di futuri contenziosi.

Invero, tali clausole sono tanto più rilevanti se si considera che, di norma, diversi aspetti delle polizze saranno determinati *per relationem* sulla base delle pattuizioni contenute nel contratto: ad esempio, l'estensione della copertura dipende dal contenuto delle dichiarazioni e garanzie rese dal venditore, i

<sup>107</sup> Ad esempio, è spesso esclusa la copertura per passività ambientali non dichiarate o per contenziosi in essere; l'ottenimento di una copertura per tali ambiti richiede negoziazioni serrate e il pagamento di premi più elevati, oltre che un coinvolgimento attivo del broker nel garantire *carve-out* appropriati.

massimali e le franchigie sono di norma calcolati come percentuale del valore dell'operazione, la definizione di concetti chiave come "violazione" o "perdita" rimandano ai contenuti dell'accordo di compravendita<sup>108</sup>, la durata della copertura assicurativa e i termini decadenziali sono modulati in relazione alle varie categorie di dichiarazioni<sup>109</sup>, e anche l'eventuale clausola relativa al foro competente o arbitrale va (o, quantomeno, dovrebbe essere) coordinata con quella contenuta nel contratto di compravendita<sup>110</sup>.

Naturalmente, la redazione di tali clausole non può prescindere dall'effettiva e specifica operazione considerata e, pertanto, andranno sempre considerate le particolarità che contraddistinguono ciascuna operazione<sup>111</sup>. Di conseguenza, pur non essendo possibile in questa sede ipotizzare delle clausole "standard" facilmente replicabili in varie fattispecie (e, probabilmente, sarebbe anche poco utile), in questa sezione si cercherà di offrire una elencazione, unita a qualche considerazione, di quali e di come potrebbero essere redatte tali clausole.

108 Tipiche formulazioni di rimando possono essere le seguenti: "Violazione" indica qualsiasi violazione di, o inesattezza nelle, dichiarazioni e garanzie stabilite nel Contratto di Acquisizione; "Perdita" indica l'importo al quale gli Assicurati hanno diritto contrattualmente in relazione a una Violazione, ai sensi dei termini del Contratto di Acquisizione": sul punto si richiama anche quanto esposto nel capitolo 2.

109 Si veda sul punto P. Rainelli, *op. cit.*, 461 e ss. (in particolare nota n. 63): "è usuale prevedere una durata maggiore della copertura per quanto concerne le garanzie legali (capacità del venditore, titolarità della partecipazione) e le garanzie sull'osservanza delle norme tributarie (ad esempio, sette anni dal closing) e, ove non escluse, le garanzie ambientali e lavoristiche (ad esempio, cinque anni dal closing), prevedendo una durata inferiore (due o tre anni dal closing) per le restanti reps and warranties". Secondo dati statistici disponibili tramite alcune delle principali compagnie internazionali, le richieste di indennizzo pervengono all'assicuratore generalmente entro un periodo significativamente inferiore rispetto alla durata massima della polizza: la maggioranza delle richieste di indennizzo avviene già nel corso del primo anno e il 66% entro diciotto mesi dalla data del closing (fonte: *AON claims data 2017-2021*). Sempre con riguardo alla durata, giova ricordare come di norma la decorrenza della polizza inizi al momento del perfezionamento del trasferimento (closing) e non al momento della firma dell'accordo di compravendita (signing), indipendentemente dal momento di sottoscrizione della polizza. La polizza potrebbe infatti essere stipulata sia al signing sia al closing: se stipulata al closing, di norma non coprirà le eventuali violazioni delle dichiarazioni occorse tra signing e closing. Se la polizza è stipulata al signing la compagnia potrebbe non chiedere un anticipo sul premio, ma potrebbe richiedere una penale (break-up fee) nel caso di mancato perfezionamento dell'acquisizione. Se l'interim period (intervallo tra signing e closing) fosse particolarmente prolungato l'assicuratore potrebbe accettare di stipulare la polizza al signing coprendo le violazioni delle dichiarazioni a partire da tale data.

110 Sul tema del coordinamento tra SPA e polizze W&I si veda in particolare il capitolo 2.

111 E ciò anche con particolare riferimento alle esclusioni; si veda ad esempio sul punto L. Fiordelisi, *L'assicurazione Warranty and Indemnity: uno strumento per la mitigazione del rischio nel Private Equity*, in *Il Quotidiano Giuridico – Società, Banca e Impresa* del 03.10.2024: vanno prese in considerazione e negoziate le esclusioni (oltre a quelle "tipiche", tra cui ad esempio, dolo e i fatti conosciuti, in quanto l'assicurazione non è intesa a coprire frodi o omissioni intenzionali, anche le garanzie previsionali sono generalmente escluse, poiché l'assicurazione si concentra su fatti e circostanze esistenti al momento dell'operazione piuttosto che su proiezioni future). Altre esclusioni comuni riguardano sanzioni civili e penali, aggiustamenti del corrispettivo post-closing, riorganizzazioni e perdite, questioni specifiche relative alle imposte (come il transfer pricing), responsabilità ambientali specifiche (come l'inquinamento o materiali pericolosi), anticorruzione, amianto e difetti di costruzione sugli immobili, prodotti o servizi difettosi, negligenza medica e alcune questioni relative all'impiego come la riqualificazione di dipendenti e consulenti.

## 2.1 Clausole su violazione delle warranties, “material breach”, “fundamental warranties”

Venendo all’analisi di alcune specifiche clausole, come si accennava, di fondamentale importanza sono quelle che disciplinano il “*triggering*” delle garanzie e, per riflesso, l’azionamento della polizza. Invero, la corretta qualificazione delle violazioni delle dichiarazioni e garanzie non rappresenta un mero esercizio definitorio, ma costituisce il presupposto giuridico essenziale per delimitare l’ambito di operatività della copertura assicurativa e per prevenire conflitti interpretativi in fase di *claim*.

Di conseguenza, sarà fondamentale definire e distinguere in modo appropriato quando si incorra in un “*breach*” ovvero si verifichi un “*material breach*” o, ancora, vi sia la violazione di una “*fundamental warranties*”<sup>112</sup>.

La nozione di “*breach of warranty*” comprende, in senso lato, qualsiasi difformità tra la situazione fattuale della target e quanto dichiarato nelle dichiarazioni e garanzie. Nella prassi delle operazioni assistite da polizze W&I non ogni violazione determina il diritto all’indennizzo: sono di regola escluse le infrazioni meramente formali o prive di conseguenze economicamente apprezzabili. Emerge così il concetto di “*material breach*”, quale criterio selettivo che limita la rilevanza delle violazioni ai soli casi in cui il pregiudizio superi una soglia di tolleranza, implicitamente o esplicitamente concordata tra le parti.

Tale impostazione riflette un “principio di proporzionalità” riconosciuto nella prassi anglosassone e recepito anche nelle condizioni standard delle polizze W&I, secondo cui l’assicurazione non è chiamata a coprire rischi di natura bagatellare o comunque fisiologici rispetto all’operazione<sup>113</sup>.

L’aspetto più delicato si riflette proprio nella definizione della materialità, la quale viene frequentemente affidata a clausole elastiche che rinviano a criteri quali l’“effetto negativo rilevante” sull’attività, sulla situazione patrimoniale o sui risultati economici della target. Tali formule, se non adeguatamente circoscritte, rischiano di trasferire sul piano interpretativo – e quindi potenzialmente contenzioso – una valutazione che avrebbe dovuto essere compiuta ex ante in sede di negoziazione.

Questa impostazione assume particolare rilevanza nel contesto delle polizze W&I, nelle quali, come detto, l’assicuratore tende a ricalcare, ma al contempo a reinterpretare, le categorie contrattuali dello SPA alla luce di criteri assicurativi propri, quali la prevedibilità del rischio, la sua misurabilità e la sua possibilità di assicurare. In assenza di una definizione puntuale e condivisa di *material breach*, il rischio è quello di una divergenza tra l’interpretazione delle parti contrattuali e quella dell’assicuratore, con conseguente contestazione del *claim* sulla base della mancata integrazione del requisito di materialità.

112 P. Rainelli, *op. cit.*, 461 ss.; C. Calderini, *Tutele nelle operazioni di M&A: le polizze Warranty & Idemnity*, in [iusinittinere.it](http://iusinittinere.it) del 04.10.2025.

113 Per una panoramica sulla questione delle *breaches*, si veda anche J. Chapman, J. Whalen, B. Bodurian, *Representations and Warranties Insurance in M&A Transactions*, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance del 11.12.2017.

Un ulteriore profilo di complessità attiene alle “*fundamental warranties*”, che costituiscono una categoria autonoma e rafforzata di dichiarazioni e garanzie, generalmente sottratta ai meccanismi di materialità, franchigia e *de minimis*. Tali garanzie attengono ai presupposti essenziali dell’operazione (quali, ad esempio, la titolarità delle partecipazioni, l’inesistenza di vincoli o diritti di terzi, la capacità e i poteri del venditore, la corretta costituzione della società target e, in taluni casi, il rispetto delle normative imperative o la solvibilità della società). La loro violazione, anche laddove di entità apparentemente contenuta, è considerata idonea a compromettere radicalmente l’interesse dell’acquirente e, pertanto, giustifica un regime di tutela rafforzata. In tale prospettiva, è prassi che le polizze W&I prevedano massimali dedicati, periodi di copertura più estesi e l’esclusione di qualsiasi soglia minima di danno, rafforzando ulteriormente la necessità di una loro chiara e tassativa individuazione nello SPA.

Sul piano della tecnica redazionale, l’esigenza di coordinamento tra SPA e polizza emerge con particolare evidenza. La prassi suggerisce non soltanto l’elencazione espressa delle *fundamental warranties*, ma anche di armonizzare le definizioni di *material breach* e *material adverse effect* con quelle utilizzate nelle condizioni di polizza, evitando disallineamenti terminologici che potrebbero essere strumentalizzati in sede di contestazione del sinistro. L’introduzione di criteri oggettivi di materialità, quali soglie percentuali rapportate all’*equity value*, all’*enterprise value* o a specifiche grandezze di bilancio, nonché riferimenti all’impatto sulla continuità aziendale, risponde all’esigenza di convertire concetti astratti in parametri verificabili *ex post*.

La disciplina del *triggering* delle clausole rilevanti ai fini dell’azionamento della polizza W&I costituisce, in definitiva, uno snodo essenziale dell’operazione, nel quale si intersecano diritto contrattuale, diritto assicurativo e logiche di *risk allocation* proprie delle operazioni di M&A.

Un approccio redazionale superficiale o “standardizzato” potrebbe rischiare di svuotare di efficacia la copertura assicurativa, mentre una regolamentazione puntuale e coerente consente, quantomeno, di ridurre l’incertezza interpretativa, rafforzando la funzione economica della polizza W&I quale strumento di stabilizzazione delle operazioni straordinarie.

## 2.2 Clausole su *de minimis*, retention, cap, knowledge qualifiers

Come esposto, la copertura assicurativa W&I opera tipicamente in stretta correlazione con quanto previsto nello SPA.

La clausola di c.d. *de minimis* svolge una funzione selettiva: individua una soglia minima di danno al di sotto della quale non si attiva né la responsabilità contrattuale del venditore né, di regola, la copertura assicurativa. La *ratio* è sostanzialmente duplice: escludere pretese di importo trascurabile e ridurre i costi di transazione, limitando il contenzioso su divergenze prive di rilevanza economica apprezzabile. Sul piano strutturale, il *de minimis* può essere concepito come una soglia applicabile a ciascuna perdita singolarmente (“per singola perdita”), impedendo il computo di perdite inferiore al minimo stabilito,

oppure come elemento inserito in un sistema di “aggregazione”, nel quale solo le perdite eccedenti la soglia minima il minimo possono concorrere al raggiungimento di una soglia cumulativa<sup>114</sup>.

La redazione della clausola deve chiarire la regola di computo (ad esempio: per evento, per *claim*, per serie di *claim* correlati) e disciplinare l’interazione con eventuali altre clausole (ad esempio, di esclusione della materialità ai fini dell’indennizzo), al fine di prevenire controversie sulla possibilità di aggregare perdite numerose ma di importo unitario contenuto.

La *retention* (o franchigia) rappresenta la quota di perdita che resta a carico dell’assicurato prima che sorga l’obbligo risarcitorio dell’assicuratore. La funzione di tale meccanismo si identifica, da un lato, nel fatto che dovrebbe evitare che l’assicurazione intervenga su perdite di entità limitata; dall’altro, preserva un livello minimo di esposizione al rischio in capo alle parti contraenti, riducendo il rischio di “*moral hazard*” e incentivando l’effettivo espletamento dell’attività di *due diligence* e l’accuratezza della disclosure precontrattuale<sup>115</sup>.

La franchigia può essere strutturale (fissa per la durata della copertura) oppure temporanea, ad esempio con meccanismi di riduzione nel tempo, così da evitare vuoti di tutela nel caso in cui lo SPA preveda che la responsabilità del venditore “decada” o si riduca decorso un determinato periodo dal *closing*.

Con riferimento al cap – ossia, da una parte, il limite massimo della responsabilità indennitaria del venditore e, sul versante assicurativo, il massimale di polizza – sarà fondamentale che vi sia coerenza fra i due livelli, poiché va a determinare quale porzione di rischio rimane nell’ambito della responsabilità contrattuale e quale viene effettivamente trasferita al mercato assicurativo. In alcune operazioni, peraltro, la polizza può essere complementare: l’acquirente accetta un cap contrattuale inferiore a quello che riterrebbe adeguato e colma la differenza con un massimale assicurativo più elevato<sup>116</sup>. In altre situazioni, la polizza può essere sostitutiva: la responsabilità del venditore viene ridotta al minimo o eliminata per determinate garanzie, con conseguente centralità della polizza come rimedio principale (o unico) per le violazioni *post-closing*<sup>117</sup>. In entrambi i casi, è essenziale evitare asimmetrie: un cap contrattuale più ampio del massimale assicurativo può creare scopertura sull’eccedenza, mentre un

114 Si veda anche S.J. Griffith, *Deal Insurance – Representation and Warranty Insurance in Mergers & Acquisitions*, op. cit.; nonché il Report redatto da CMS - CMS European M & A Study, 2024.

115 Si veda anche S.J. Griffith, *Deal Insurance – Representation and Warranty Insurance in Mergers & Acquisitions*, op. cit.; L. Fiordelisi, *L’assicurazione Warranty and Indemnity: uno strumento per la mitigazione del rischio nel Private Equity*, op. cit.: “La *retention*, o franchigia, è solitamente fissata tra lo 0,5% e l’1% del valore dell’impresa. Questa rappresenta l’importo che deve essere superato prima che l’assicurazione inizi a coprire le passività. È importante notare che la *retention* è un importo fisso per l’intera durata della polizza, offrendo così una chiara delimitazione delle responsabilità”; anche C. Calderini, *Tutele nelle operazioni di M&A: le polizze Warranty & Indemnity*, op. cit.

È chiaro comunque che il valore della franchigia potrà variare a seconda dell’operazione e degli interessi coinvolti e, quindi, l’analisi e la negoziazione andrà svolta caso per caso.

116 Come nota P. Rainelli, op. cit.: “Laddove il compratore voglia un massimale di indennizzo superiore a quanto il venditore è pronto a concedere, la compagnia interverrà coprendo soltanto l’ammontare eccedente rispetto al massimale di indennizzo in capo al venditore”.

117 P. Rainelli, op. cit.

massimale più ampio non necessariamente produce tutela effettiva se la polizza replica esclusioni o condizioni di attivazione più restrittive rispetto allo SPA.

Sarà quindi importante redigere le relative clausole in modo coerente rispetto alle definizioni di “*loss*”, ai criteri di quantificazione e ai limiti su voci particolari.

In merito alle clausole relative ai “*knowledge qualifiers*”, va sottolineato come incidano sul presupposto stesso della violazione, subordinando l’esistenza o l’ampiezza di una violazione di garanzia e/o la responsabilità del venditore alla conoscenza (effettiva o imputata) di determinati soggetti<sup>118</sup>. Tali clausole possono essere costruite secondo standard diversi: conoscenza effettiva (“*actual*”), “*constructive knowledge*” (conoscenza che il soggetto avrebbe avuto usando l’ordinaria diligenza), oppure “*seller’s knowledge*” e riferita a specifiche persone chiave.

In un contesto W&I, la disciplina della conoscenza assume quindi un duplice significato, poiché, da un lato, delimita la responsabilità contrattuale e, dall’altro, interagisce con l’esclusione tipica per rischi noti o divulgati (ossia l’impossibilità di indennizzare fatti di cui l’assicurato era consapevole prima della stipula o che risultavano già emersi nel processo informativo). Anche per tali ragioni, le clausole dedicate a tali aspetti non possono essere ampie o costruite su meri standard, poiché potrebbero portare a un aumento dell’incertezza, ma d’altra parte, una redazione troppo restrittiva potrebbe ridurre la protezione contrattuale e spostare in modo eccessivo la discussione sulla sfera dell’underwriting e sulle esclusioni di polizza. Una redazione equilibrata dovrebbe definire con precisione, quantomeno: (i) i soggetti rilevanti; (ii) lo standard di conoscenza (preferibilmente circoscritto e verificabile); (iii) il rapporto con *disclosure schedules*, *data room*, report di *due diligence* e dichiarazioni precontrattuali, così da prevenire contestazioni incentrate sulla pretesa “conoscenza” dell’assicurato o sulla presunta disclosure del rischio.

### **2.3 Clausole di exclusion carve-out (deroghe a esclusioni standard su richiesta dell’assicurato)**

Nelle polizze W&I e nei relativi SPA, il perimetro di copertura è determinato in misura decisiva dal sistema delle esclusioni. Se, da un lato, le esclusioni standard riflettono l’allocazione del rischio tipica presupposta dall’underwriting, l’assicurato può richiedere (e tentare di ottenere) in fase di negoziazione, specifiche deroghe a tali esclusioni (i c.d. *exclusion carve-out*), ossia estensioni puntuali della garanzia che riammettono in copertura determinate categorie di rischio altrimenti escluse.

Tali deroghe, nella prassi, non operano come clausole generiche di ampliamento indiscriminato della protezione, bensì come strumenti per calibrare la polizza sul profilo di rischio della specifica operazione. Spesso vengono concesse a fronte di condizioni economiche e operative più onerose, quali un premio addizionale, sotto-limiti dedicati, una *retention* specifica, requisiti informa-

118 Sul punto si veda ampiamente P. Rainelli, *op. cit.*

tivi rafforzati, obblighi di mitigazione e disclosure mirata. Ne deriva che l'utilità del *carve-out* dipende dalla precisione definitoria e dal coordinamento con lo SPA: una deroga formulata in termini indeterminati rischia di essere neutralizzata dalle definizioni di “*disclosure*”, “rischi noti”, “circostanze note” o dalle regole sulla conoscenza dell'assicurato, generando contenzioso interpretativo nel momento in cui il *claim* viene istruito.

Le esclusioni che più frequentemente costituiscono oggetto di negoziazione (e dunque potenziale terreno di *carve-out*) nella prassi risultano essere quelle correlate: (i) alla conoscenza dell'assicurato e alla *disclosure* emersa in fase di *due diligence*; (ii) alla natura “previsionale” o valutativa del danno; (iii) a specifiche aree reputate non assicurabili o ad alta volatilità (ambientale, anticorruzione, talune imposte, difetti di prodotto/servizi, danni difficilmente quantificabili)<sup>119</sup>.

Un nodo centrale riguarda l'esclusione per “rischi noti” e per “materie divulgate” (*disclosed matters*). In effetti, molte contestazioni non si concentrano sull'esistenza in astratto di tale esclusione, quanto piuttosto sulla definizione di disclosure idonea a farla operare: se la *disclosure* è intesa in modo ampio (inclusiva di data room generalista, riferimenti indiretti, documenti non indicizzati o comunicazioni generiche), il perimetro di copertura può essere significativamente eroso; se invece la disclosure è circoscritta a standard di specificità e tracciabilità, l'esclusione opera come filtro ragionevole, limitato ai rischi effettivamente identificati e valutabili dall'acquirente e dall'assicuratore. È su questi aspetti che si colloca un *carve-out* tipico: non tanto la negazione della disclosure (che, se artificiosa, rischia di essere inefficace), quanto la (ri)ammissione in copertura di un rischio pur emerso, ma ritenuto assicurabile a condizioni dedicate. In termini pratici, ciò può tradursi in una deroga espressa alla *disclosure exclusion* limitata a una specifica questione, accompagnata da sotto limiti, *retention* dedicata e definizione puntuale della perdita indennizzabile, così da evitare che l'eccezione si trasformi in una copertura “di prezzo” o in un'assunzione indiscriminata di rischi non quantificabili.

Un esempio significativo di *carve-out* “di mercato”, o comunque di estensione rispetto alla struttura standard, è la copertura dell'*interim period* tra *signing* e *closing*. La polizza W&I tipica è concepita per coprire violazioni di garanzie riferite a un perimetro temporale definito e, non di rado, lascia scoperto il rischio di eventi verificatisi in tale fase intermedia, in cui l'acquirente ha assunto un impegno contrattuale ma non ha ancora acquisito il controllo della target. La richiesta di copertura dell'*interim period* viene quindi trattata come estensione specifica, spesso soggetta a condizioni e premi aggiuntivi, proprio perché incide sul profilo di rischio in modo sostanziale: qui il *carve-out*, se concesso, deve definire con chiarezza l'evento coperto, la data rilevante, i requisiti di notifica e la relazione con gli obblighi di gestione dell'impresa nel periodo interinale previsti dallo SPA<sup>120</sup>.

119 P. Rainelli, *op. cit.*; G. L. Wentworth, *W&I insurance: Key lessons from recent case law*, del 22.08.2024 (<https://www.rpclegal.com/thinking/rpc-big-deal/w-and-i-insurance-key-lessons-from-recent-case-law/>)

120 Sul punto anche L. Fiordelisi, *L'assicurazione Warranty and Indemnity: uno strumento per la mitigazione del rischio nel Private Equity*, *op. cit.*

In sintesi, le clausole di *exclusion carve-out* rappresentano strumenti di negoziazione avanzata che consentono di colmare selettivamente gap di copertura derivanti da esclusioni standard, ma la loro efficacia è tanto maggiore quanto più sono costruite come eccezioni circoscritte, tecnicamente governate e coerenti con lo SPA e con la logica assicurativa della polizza W&I. Una deroga priva di delimitazioni operative rischia di restare nominale; una deroga ben congegnata, invece, consente di trasferire al mercato assicurativo un rischio altrimenti non allocabile senza compromettere la natura della polizza né introdurre aree di contenzioso sistemico.

## 2.4 Clausole di “no subrogation” (in caso di polizza buy-side)

Nelle polizze *buy-side*, di norma, all’esito della liquidazione, il compratore non può agire in responsabilità nei confronti del venditore per il medesimo danno già indennizzato ai sensi di polizza<sup>121</sup>, ma trova applicazione l’istituto della surroga legale della compagnia nei diritti dell’assicurato (il compratore) verso i terzi responsabili del sinistro (il venditore che ha rilasciato le dichiarazioni e garanzie)<sup>122</sup>.

In un contesto M&A, tuttavia, l’applicazione “pura” della surrogazione legale mal si concilia con la principale utilità economico–negoziale delle polizze W&I *buy-side*, vale a dire la ricerca della *clean exit* del venditore. Se, infatti, l’assicuratore potesse surrogarsi sistematicamente nei confronti del venditore, l’operazione rischierebbe di riprodurre, in via mediata, proprio quell’esposizione post-closing che la polizza è spesso destinata a comprimere o neutralizzare. È in questa che si colloca la clausola di “*no subrogation*” (o rinuncia/limitazione convenzionale alla surrogazione contro il venditore): al fine di realizzare gli interessi di protezione del venditore (ancorché questi non sia parte del contratto assicurativo), le polizze *buy-side* tipicamente includono la rinuncia dell’assicuratore alla surroga legale ex 1916 c.c.<sup>123</sup>

Dal punto di vista del venditore, tale soggetto ha un interesse a limitare la propria esposizione a obblighi di indennizzo dopo la conclusione della compravendita (salvo il limite generale ex art. 1229 c.c.), mentre dall’altro lato, il compratore, in presenza di simili pattuizioni, potrà ambire a termini contrattuali maggiormente favorevoli e accelerare i tempi della negoziazione.

In ogni caso, la prassi raramente adotta una rinuncia “assoluta” e incondizionata: più spesso la clausola di *no subrogation* è accompagnata da un’eccezione espressa in caso di frode o dolo del venditore, così da preservare una leva di

121 P. Rainelli, *op. cit.*

122 Come osserva P. Rainelli, *op. cit.*: “*In realtà in caso di dichiarazioni del venditore inesatte ma incolpevoli, il diritto di surroga troverebbe già un limite nello stesso art. 1916 c.c., in base al quale la compagnia subentra nei diritti dell’assicurato “verso i terzi responsabili” e, a ben guardare, la surroga non potrebbe avere luogo in assenza di un terzo “responsabile” dell’evento dannoso. Di contro se l’assicuratore in una polizza buy-side ha assunto anche i rischi legati a dichiarazioni ingannevoli rese con malizia e reticenze colpose, allora la compagnia potrà avvalersi della surroga (salvo rinunzie o limitazioni convenzionali)*”.

123 P. Rainelli, *op. cit.*. Va peraltro sottolineato come le limitazioni della surroga legale dell’assicuratore sono contenute in accordi rispetto ai quali il venditore non è generalmente parte e quindi il contratto di compravendita dovrà prevedere opportune clausole di coordinamento.

deterrenza contro condotte fraudolente e, al contempo, mantenere l'attrattività della *clean exit* per il venditore diligente<sup>124</sup>.

\*\*\*

### 3. Prospettive evolutive e possibili sviluppi

Dall'analisi svolta, emerge come la conoscenza, la diffusione e l'utilizzo delle polizze W&I siano in costante aumento, e ciò per la loro intrinseca utilità nonché per la corrispondente "esigenza" che il mercato presenta.

Può essere quindi utile provare a sviluppare qualche considerazione finale sulle prospettive di sviluppo che ancora possono avere siffatti strumenti, anche considerate le innovazioni tecnologiche in atto (su tutte sistemi di intelligenza artificiale).

#### 3.1 Prospettive di sviluppo e principali aspetti da considerare

L'evoluzione probabilmente più rilevante, sotto il profilo sistematico e operativo, è la progressiva "normalizzazione" della polizza W&I quale strumento ordinario di allocazione del rischio nelle operazioni M&A. Tale effetto è stato favorito anche da una maggiore competizione tra compagnie assicuratrici e dalla conseguente riduzione dei parametri economici di accesso (premi e franchigie/*retention*), con crescita significativa dei volumi e del ruolo della polizza quale leva negoziale per accelerare il *closing* e favorire la *clean exit* del venditore<sup>125</sup>.

In parallelo, modelli di processo come *hard staple* e *soft staple* tendono a inserirsi nelle procedure competitive, soprattutto nei *deal* di grandi dimensioni, anticipando la dimensione assicurativa già in fase di accesso alla *data room* e rendendo la polizza un elemento del "pacchetto" messo a disposizione degli offerenti<sup>126</sup>.

Alla luce di ciò, un aspetto centrale da considerare per lo sviluppo delle W&I è l'attenzione *ex ante* alla costruzione del fascicolo informativo e alla *governance* del flusso documentale (*data room*, *disclosure letter*, *report di due diligence*), nonché la scelta dell'assicuratore anche in base alla prevedibilità e qualità dell'approccio liquidativo.

Se, in ogni caso, va rammentato che l'andamento strutturale del mercato di ogni tipo di assicurazione è da considerarsi ciclico, ci si può attendere che,

124 Così P. Rainelli, *op. cit.*, ove si propone anche una formulazione invalsa nella prassi: "*the insurer hereby expressly waives any right of subrogation or any other right of action or recourse which the insurer may have against the seller*".

125 Sul punto vale la pena richiamare anche i report pubblicato annualmente da diversi player del mercato, tra cui AON, Marsh, Howden.

126 Sul punto si veda G. Galeotti (referente e a cura di), *La W&I e il ruolo nel mercato dell'M&A in Italia*, *op. cit.*

quantomeno a livello globale, l'utilizzo di polizze W&I sia destinato ad aumentare, almeno nel breve termine, e che la diffusione di tali strumenti possa essere di crescente interesse anche da parte degli operatori industriali (così come è avvenuto negli anni passati per i fondi di *private equity*).

Ad ogni modo, per quanto negli ultimi anni le richieste di indennizzo siano cresciute considerevolmente e le compagnie abbiano iniziato ad apportare correttivi ai premi<sup>127</sup>, un incremento troppo rapido degli stessi non pare probabile, posto che ciò potrebbe rallentare o addirittura bloccare il processo di consolidamento dell'impiego delle polizze W&I. Il consolidamento del mercato produce, infatti, ulteriori effetti positivi: come osservato, la possibilità di trasferire sull'assicuratore il rischio derivante dall'inesattezza delle dichiarazioni e garanzie facilita l'incontro delle volontà delle parti, la conclusione delle operazioni e il complessivo grado di certezza dell'impianto giuridico dell'accordo.

La circostanza che la disciplina delle assicurazioni sia soggetta a norme imperative - ad esempio relative all'inesattezza o alla reticenza delle dichiarazioni del contraente ex artt. 1892 e 1893 c.c. - e a meccanismi contrattuali già consolidati e testati in altri schemi assicurativi - come l'imputazione della conoscenza effettiva e le clausole *claims made* - determina una più agevole convergenza verso soluzioni predefinite di questioni altrimenti a lungo negoziate. In questo senso sarà interessante verificare se e quali adeguamenti normativi saranno adottati nonché se la giurisprudenza, quantomeno italiana, relativa all'applicazione delle polizze W&I avrà occasione di pronunciarsi: invero, l'assenza di un insieme di precedenti giurisprudenziali rappresenta uno dei principali fattori di incertezza sull'operatività di tali polizze.

Andando quindi a ipotizzare come potrebbe svilupparsi ulteriormente l'uso delle polizze W&I, si possono prendere in considerazione due direttrici: da un lato, l'ulteriore standardizzazione del processo (con efficienze di mercato che comprimono costi e tempi); dall'altro, la specificazione della copertura tramite prodotti correlati (ad esempio soluzioni per rischi contingenti o fiscali) e tramite un uso più "chirurgico" di esclusioni, *carve-out* e condizioni dedicate. Tali tendenze che, peraltro, già si rilevano nella prassi, confermano come la polizza rappresenti uno strumento flessibile rispetto alle garanzie tradizionali. I futuri sviluppi non dovranno essere letti soltanto in termini di maggiore penetrazione del prodotto, ma anche di maturazione della cultura contrattuale: definizioni più stabili, *disclosure* più "qualificata" e migliore integrazione tra SPA, polizza e processi interni di controllo dell'acquirente.

127 Si veda ad esempio il report AIG, *M&A: A rising tide of large claims*, 2020, reperibile al seguente indirizzo: [www.aig.com/content/dam/aig/americanacanada/us/documents/business/managementliability/aig-manda-2020-w-and-i.pdf](http://www.aig.com/content/dam/aig/americanacanada/us/documents/business/managementliability/aig-manda-2020-w-and-i.pdf)

### 3.2 La spinta dell'Intelligenza Artificiale quale possibile acceleratore per lo sviluppo dell'uso di polizze W&I

Non si può non tenere in considerazione, alla luce del periodo storico in cui ci troviamo, come, in parallelo alla diffusione delle polizze W&I, vi sia la crescente domanda e utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale.

Quanto al ruolo dell'IA, pur senza naturalmente fare previsioni che qui non competono (e che comunque sarebbero complesse, stante la rapidità e l'imprevedibilità con cui le novità di tali sistemi vengono sviluppate), ci si può attendere un effetto abbastanza rilevante.

Invero, l'automazione della revisione documentale, la mappatura delle garanzie, l'individuazione precoce di segnali di rischio e la standardizzazione delle notifiche potrebbero ridurre le frizioni informative che oggi, in molti casi, rallentano *underwriting* e *claims*; ciò è tanto più rilevante in un mercato in cui la sottoscrizione è già fortemente dipendente dai risultati di *due diligence* e in cui il *claim* può bloccarsi a causa di carenze documentali o su interpretazioni divergenti di definizioni contrattuali e *disclosure*.

Tuttavia, l'uso diretto e diffuso dell'IA medesima comporta l'introduzione di nuove categorie di rischio: tutela della riservatezza (data room e segreti industriali), protezione dei dati personali, preservazione del *legal privilege* (soprattutto nelle *due diligence* multi-giurisdizionali), rischio di inferenze non verificabili, nonché rischio di *bias* e opacità decisionale in *underwriting*. Proprio per questo, l'evoluzione regolamentare europea (tra tutte, *AI Act*) renderà probabilmente necessario l'adozione di presidi di governance, risk management e competenze nell'ambito dell'uso dell'IA in ambito assicurativo dell'IA nel perimetro assicurativo richieda.

Se quindi, l'IA potrebbe effettivamente fungere da acceleratore dell'uso delle polizze W&I nella misura in cui venga impiegata come infrastruttura di qualità e tracciabilità del processo (dalla *due diligence* al *claim*), non va in alcun modo intesa come sostitutiva della capacità e delle tecniche e delle best practice già in uso.

Lo sviluppo e la competitività di siffatte polizze non potranno mai prescindere dalla capacità di trasformare dati e documenti in evidenze giuridicamente spendibili, coerenti con le definizioni contrattuali e con i presidi normativi applicabili.

### 3.3 Considerazioni finali

In conclusione, le polizze W&I stanno ridefinendo (e forse hanno già modificato) la gestione del rischio nelle operazioni di M&A, affermandosi come strumento ordinario di allocazione delle responsabilità contrattuali. Tali prodotti offrono soluzioni flessibili, efficienti ed economicamente efficienti rispetto alla maggior parte dei metodi tradizionali di garanzia, agevolando la

conclusione delle operazioni e favorendo il contemperamento degli interessi tra acquirenti e venditori.

La crescente diffusione di questi strumenti riflette la loro capacità di rispondere efficacemente alle esigenze di tutela e certezza che caratterizzano il processo acquisitivo. Tuttavia, l'operatività concreta e l'efficacia delle polizze W&I dipendono in modo determinante da una pluralità di fattori, tra cui, come visto, la qualità e la completezza dell'attività di *due diligence*, la struttura negoziale dell'operazione, nonché la chiara comprensione e l'accurata negoziazione dei termini della polizza.

Affinché tali strumenti siano davvero efficaci e permettano di massimizzarne i benefici derivanti, si rende indispensabile mantenere un approccio "caso per caso", che permetta una considerazione del contesto della specifica operazione, una *due diligence* approfondita, e il coinvolgimento di esperti legali e advisor assicurativi fin dalle prime fasi del processo. Inoltre, è cruciale che tutte le parti coinvolte comprendano appieno i termini, le condizioni e le esclusioni delle polizze sottoscritte.

In definitiva, le polizze W&I e i prodotti correlati rappresentano non solo strumenti di mitigazione del rischio, ma possono fungere anche da catalizzatori per operazioni più efficienti e sicure nel panorama del private equity. La loro adozione strategica e consapevole può contribuire significativamente al successo delle operazioni, facilitando la creazione di valore, accelerando i processi decisionali e riducendo le aree di potenziale conflitto tra le parti.

**ASLA, Associazione Studi Legali Associati**, editrice di questo Quaderno ([www.aslaitalia.it](http://www.aslaitalia.it)), comprende circa cento fra i principali Studi nazionali e di affiliazione estera operanti in Italia (fra cui quelli a cui appartengono le curatrici e i co-autori del Quaderno stesso, sotto specificati), ove è stata costituita nel 2003 come organizzazione apolitica senza scopo di lucro, operando in particolare nel settore del diritto d'impresa e con il fine di promuovere e diffondere la cultura e le modalità più attuali dell'esercizio della professione legale in forma associata, organizzata e certificabile.

In particolare, hanno contribuito a questo Quaderno:

L'**Avv. Diego Rufini**, curatore di questo Quaderno, è socio fondatore dello RLS Studio Legale Associato ([www.rlslex.it](http://www.rlslex.it)), nel quale si occupa di diritto societario e di diritto della crisi d'impresa. E' altresì professore a contratto di diritto commerciale presso la Scuola di Specializzazione per le Professioni legali dell'Università di Bologna.

L'**Avv. Alessio Vasciminno**, co-autore (cap. 1) di questo Quaderno, collaboratore presso lo Studio TALEA - Tax Legal Advisory ([www.talea.eu](http://www.talea.eu)) dove si occupa di diritto commerciale con particolare focus sulle operazioni di M&A, sia domestiche che cross-border.

La **Dott.ssa Bianca Bruschi**, co-autrice (cap. 1) di questo Quaderno, è Trainee presso lo Studio TALEA - Tax Legal Advisory ([www.talea.eu](http://www.talea.eu)) dove si occupa principalmente di diritto civile e commerciale, sia nella fase di contenzioso che in quella stragiudiziale.

L'**Avv. Pier Federico Orciari**, co-autore (cap. 2) di questo Quaderno, è Head of Corporate Law presso Bacciardi Partners ([www.bacciardipartners.it](http://www.bacciardipartners.it)) e da oltre dieci anni si occupa di diritto societario nazionale e transnazionale, con particolare riferimento alle operazioni di M&A e Private Equity. Ha maturato una specifica esperienza nell'utilizzo delle polizze W&I nell'ambito delle operazioni straordinarie.

La **Dott.ssa Giulia Belardinelli**, co-autrice (cap. 2) di questo Quaderno, è Trainee presso Bacciardi Partners ([www.bacciardipartners.it](http://www.bacciardipartners.it)) e si occupa di diritto societario nazionale e transnazionale, con particolare riferimento alle operazioni di M&A e Private Equity.

L'**Avv. Matteo Danzi**, autore del cap. 3 di questo Quaderno, è senior associate di RLS Studio Legale Associato ([www.rlslex.it](http://www.rlslex.it)) e si occupa principalmente di diritto commerciale, con particolare focus sulle operazioni di M&A.



Pubblicazione giuridica n° 12 di ASLA

A cura del Gruppo di lavoro sul Diritto d'Impresa

Curatore: Diego Rufini

Editor: Ezio Rotamartir

I materiali raccolti nella presente pubblicazione hanno valore soltanto esemplificativo e non vanno intesi come specifiche raccomandazioni del Curatore, dei Coautori o di ASLA.

©2026 ASLA - Associazione Studi Legali Associati

Impaginazione ed elaborazioni grafiche: Ezio Rotamartir

Progetto grafico originale: Edoardo Steiner

*[www.aslitalia.it](http://www.aslitalia.it)*

©2026 Tutti i diritti riservati.

È vietata la riproduzione con qualsiasi mezzo, salvo autorizzazione scritta di ASLA

In particolare, hanno contribuito a questo Quaderno:

L'**Avv. Diego Rufini**, curatore di questo Quaderno, è socio fondatore dello RLS Studio Legale Associato ([www.rlslex.it](http://www.rlslex.it)), nel quale si occupa di diritto societario e di diritto della crisi d'impresa. E' altresì professore a contratto di diritto commerciale presso la Scuola di Specializzazione per le Professioni legali dell'Università di Bologna.

L'**Avv. Alessio Vasciminno**, co-autore (cap. 1) di questo Quaderno, collaboratore presso lo Studio TALEA - Tax Legal Advisory ([www.talea.eu](http://www.talea.eu)) dove si occupa di diritto commerciale con particolare focus sulle operazioni di M&A, sia domestiche che cross-border.

La **Dott.ssa Bianca Bruschi**, co-autrice (cap. 1) di questo Quaderno, è Trainee presso lo Studio TALEA - Tax Legal Advisory ([www.talea.eu](http://www.talea.eu)) dove si occupa principalmente di diritto civile e commerciale, sia nella fase di contenzioso che in quella stragiudiziale.

L'**Avv. Pier Federico Orciari**, co-autore (cap. 2) di questo Quaderno, è Head of Corporate Law presso Bacciardi Partners ([www.bacciardipartners.it](http://www.bacciardipartners.it)) e da oltre dieci anni si occupa di diritto societario nazionale e transnazionale, con particolare riferimento alle operazioni di M&A e Private Equity. Ha maturato una specifica esperienza nell'utilizzo delle polizze W&I nell'ambito delle operazioni straordinarie.

La **Dott.ssa Giulia Belardinelli**, co-autrice (cap. 2) di questo Quaderno, è Trainee presso Bacciardi Partners ([www.bacciardipartners.it](http://www.bacciardipartners.it)) e si occupa di diritto societario nazionale e transnazionale, con particolare riferimento alle operazioni di M&A e Private Equity.

L'**Avv. Matteo Danzi**, autore del cap. 3 di questo Quaderno, è senior associate di RLS Studio Legale Associato ([www.rlslex.it](http://www.rlslex.it)) e si occupa principalmente di diritto commerciale, con particolare focus sulle operazioni di M&A.

[www.aslaitalia.it](http://www.aslaitalia.it)

**ASLA, Associazione Studi Legali Associati**, [www.aslaitalia.it](http://www.aslaitalia.it), editrice di questo Quaderno, comprende circa cento fra i principali Studi nazionali e di affiliazione estera operanti in Italia (fra cui quelli a cui appartengono le curatrici e i co-autori del Quaderno stesso, sopra specificati), ove è stata costituita nel 2003 come organizzazione apolitica senza scopo di lucro, operando in particolare nel settore del diritto d'impresa e con il fine di promuovere e diffondere la cultura e le modalità più attuali dell'esercizio della professione legale in forma associata, organizzata e certificabile.

