

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO / MARZO

2024

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

La tutela dell'acquirente nei contratti di cessione di partecipazioni societarie, tra *representations, warranties, indemnities* e *adjustment price clauses**

SOMMARIO: 1. Sulla non rigorosa distinzione tra oggetto «mediato» e oggetto «immediato» nelle operazioni di *Mergers and Acquisitions (M&A)*. – 2. Dalla struttura alla funzione del fenomeno societario. Patrimonio sociale quale patrimonio separato con vincolo di destinazione. – 3. Oggetto del contratto e interesse dei contraenti. – 4. Gli ‘arresti’ della giurisprudenza sulla non estraneità all’oggetto del contratto di cessione di partecipazioni sociali del patrimonio sociale. – 5. L’esperienza della prassi domestica delle operazioni di *M&A* tra presa di coscienza dell’orientamento interpretativo dominante e ricorso al procedimento diffuso nella prassi internazionale e al suo linguaggio. L’interesse dei contraenti a escludere i rimedi contrattuali: la clausola di unico rimedio (*sole and exclusive remedy*). – 6. I rimedi negoziali. Le clausole di rappresentazione e garanzia (*representations and warranties clauses*). – 7. (segue): le clausole di ‘indennizzo’ (*indemnity clauses*) e le clausole di aggiustamento del prezzo (*adjustment price clauses*). – 8. Il deposito del prezzo o di una sua parte in un *escrow account*. – 9. Le polizze assicurative di garanzia e indennizzo.

1. Sulla non rigorosa distinzione tra oggetto «mediato» e oggetto «immediato» nelle operazioni di *Mergers and Acquisitions (M&A)*.

In un recente lodo arbitrale, un autorevole collegio ha provocatoriamente considerato quale «abusato rilievo» l’argomentazione, dominante in dottrina e giurisprudenza, secondo la quale oggetto di un’operazione di cessione di partecipazioni societarie siano le «azioni» della società *target* «e non la sua azienda o i beni che la compongono (o che avrebbero dovuto comporla)»¹.

* Lo scritto, con l’aggiunta delle note, costituisce la relazione presentata al Convegno sul tema “Attualità e problematiche in materia di famiglia e impresa”, organizzato dal Comitato regionale fra i Consigli notarili distrettuali della Puglia, tenutosi a Gallipoli i giorni 26 e 27 maggio 2023

¹ Coll. arb. 25 maggio 2022 [Portale (Pres.), M. Rescigno, Roppo], in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 151 ss., con nota critica di A. TINA, *Note in materia di trasferimento di partecipazioni societarie (di controllo o rilevanti) e tutela dell’acquirente, tra responsabilità precontrattuale, dolo incidente e integrazione del contratto secondo buona fede e correttezza*; anche in *Riv. arbitrato*, 2023, 163 ss., con nota di E. GHI, *Sul rapporto tra signing e closing in un Sale and Purchase Agreement: un problema di sussunzione della fattispecie concreta nella fattispecie astratta*.

Il collegio arbitrale ha ritenuto non corretta la ricostruzione secondo la quale la cessione delle partecipazioni sociali abbia «come oggetto immediato la partecipazione sociale e solo quale oggetto mediato la quota parte del patrimonio sociale che tale partecipazione rappresenta»².

² In tal senso, da ultimo, Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, in *DeJure*; questa pronuncia sintetizza un'interpretazione pressoché costante della giurisprudenza di legittimità; cfr., *ex multis*, Cass., 29 marzo 1935, in *Riv. dir. comm.*, 1935, II, 411, che già sotto il vigore del precedente codice affermava che «quando non sia dubbia la reale esistenza delle società anonime, la vendita delle loro azioni non può identificarsi con l'alienazione del patrimonio sociale. Pertanto, il venditore delle azioni non risponde, senza un patto contrario, dell'evizione o delle passività che si riferiscono al patrimonio stesso»; Cass., 3 luglio 1935, *ivi*, 1936, II, 113; Cass., 4 agosto 1941, n. 2736, in *Dir. fall.*, 1941, II, 373; Cass., 10 maggio 1946, n. 559, *ivi*, 1946, II, 88; Cass., 5 aprile 1955, n. 980, in *Dir. fall.*, 1955, II, 458; Cass., 18 ottobre 1955, n. 3259, in *Giust. civ.*, 1956, I, 455; Cass., 22 settembre 1959, n. 2598, in *Dir. fall.*, 1959, II, 911; Cass., 21 giugno 1974, n. 1836, in *Giust. civ.*, 1975, I, 832; Cass., 7 novembre 1983, n. 6566, in *Giur. it.*, 1984, I, 1, 1611 (questa decideva un caso di cessione di quote di società di persone); Cass., 17 febbraio 1984, n. 1190, *ivi*, 1612; Cass., 23 gennaio 1986, n. 423, in *Giur. Comm.*, 1986, II, 277; Cass., 15 ottobre 1991, n. 10829, in *Foro It.*, 1991, I, 3031; Cass., 21 giugno 1996, n. 5773, *Banca borsa tit. cred.*, 1997, II, 18; Cass., 20 marzo 1997, n. 2465, in *Giur. it.*, 1998, 90; Cass., 21 marzo 2001, n. 4020, in *Foro It.*, 2001, I, 1520 ss.; Cass., 19 luglio 2007, n. 16031, in *Giur. Comm.*, 2008, II, 103; Cass., 24 luglio 2014, n. 16963, in *Giur. it.*, 2014, 2406, con nota di G. IORIO, *Vendita di partecipazioni sociali: garanzie contrattuali e termine di prescrizione*. Quanto alla giurisprudenza di merito, cfr., *ex multis*, Trib. Roma, 28 settembre 2015, in *Giur. Comm.*, 2017, II, 896; Trib. Milano, sez. imprese, 2 gennaio 2023, n. 3. Anche in dottrina la tesi trova un pressoché unanime consenso: cfr. G. FERRI, *Incidenza delle obbligazioni sociali nei rapporti tra cedente e cessionario di quota sociale*, in *Foro It.*, 1936, I, 712 ss.; S. PUGLIATTI, *Vendita di azioni e garanzia per evizione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1937, 86 ss.; G. FRÈ, *Delle società per azioni*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 1982, 238. Quanto alla dottrina più recente, v. M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006; A. TINA, *Il contratto di acquisizioni societarie*, Milano, 2007; M. SPERANZIN, *Le partecipazioni come oggetto di trasferimento: garanzie legali e convenzionali*, in *Comm. s.r.l. in onore di Portale*, Dolmetta-Presti (a cura di), Milano, 2011, 383; D. MAFFEIS, *Vendita di partecipazioni sociali: natura, contenuto e tipi*, in "C dei contratti. Vendita e vendite" diretto da V. Roppo, I, Milano, 2014, 835 ss.; P. TRIMARCHI, *Le garanzie contrattuali nell'acquisto di partecipazioni sociali*, in *Giur. Comm.*, 2016, I, 5 ss.; C. D'ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, Milano, 2003; C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, Milano, 2021; G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato*, Torino, 2021, 171 ss.; G. SALATINO, *Il "patto*

Da tale distinzione tra oggetto ‘immediato’ e oggetto ‘mediato’ consegue, secondo tale ricostruzione, che «le carenze o i vizi relativi alle caratteristiche e al valore dei beni ricompresi nel patrimonio sociale – e, di riverbero, alla consistenza economica della partecipazione – possono giustificare l’annullamento del contratto per errore o, ai sensi dell’articolo 1497 c.c., la risoluzione per difetto di “qualità” della cosa venduta (necessariamente attinente ai diritti e obblighi che, in concreto, la partecipazione sociale sia idonea ad attribuire e non al suo valore economico), solo se il cedente abbia fornito, a tale riguardo, specifiche garanzie contrattuali, ovvero nel caso di dolo di un contraente, quando il mendacio o le omissioni sulla situazione patrimoniale della società siano accompagnate da malizie ed astuzie volte a realizzare l’inganno ed idonee, in concreto, a sorprendere una persona di normale diligenza.

In caso di compravendita delle azioni di una società, che si assume stipulata ad un prezzo non corrispondente al loro effettivo valore, senza che il venditore abbia prestato alcuna garanzia in ordine alla situazione patrimoniale della società stessa, il valore economico dell’azione non rientra tra le qualità di cui all’articolo 1429 c.c., n. 2, relativo all’errore essenziale»³.

Consegue inoltre la non configurabilità di «un’azione di annullamento della compravendita basata su una pretesa revisione del prezzo tramite la revisione di atti contabili (bilancio e conto profitti e perdite) per dimostrare quello che non è altro che un errore di valutazione da parte dell’acquirente, anche quando il bilancio della società pubblicato prima della vendita sia falso e nasconda una situazione tale da rendere applicabili le norme in materia di riduzione e perdita del capitale sociale»⁴.

In sintesi: l’oggetto immediato della vendita di azioni – l’unico rilevante per il codice civile - è la partecipazione sociale e si estende alla consistenza o al valore del patrimonio solo per effetto di specifiche pattuizioni, frutto di autonomia contrattuale. Sì che la clausola con la quale il venditore si impegna a tenere indenne il compratore dalle sopravvenienze passive nel patrimonio della società ha ad oggetto, sempre secondo tale orientamento, una «prestazione accessoria» e non

di garanzia” nei contratti di compravendita di partecipazioni sociali: prassi ed evoluzione, in *Giur. Comm.*, 2021, I, 996 ss.

³ Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, cit.

⁴ Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, cit.

rientra, quindi, nella garanzia di cui all'articolo 1497 c.c., che attiene, invece, alle qualità intrinseche della cosa, esistenti al momento della conclusione del contratto. Pertanto, il diritto del compratore all'indennizzo, fondato su detta clausola, non è soggetto alla prescrizione annuale ai sensi degli artt. 1495 e 1497 c.c., bensì alla prescrizione ordinaria decennale⁵.

Oggetto della cessione è, pertanto, secondo tale ricostruzione, lo *status socii*, ovvero le situazioni soggettive correlate alla posizione di socio. Il patrimonio sociale non rientra nell'oggetto della cessione, neppure in via indiretta⁶.

La tesi si fonda, tra l'altro, sull'assunto secondo il quale il patrimonio sociale rientri nella titolarità dominicale del 'soggetto' società e non già dei soci, i quali, pertanto, cedendo la propria partecipazione sociale, non trasferiscono con essa il patrimonio sociale, che è, appunto, di proprietà di un altro soggetto giuridico, la società.

Seguendo questa linea di pensiero, differenti sono i soggetti, differenti sono i diritti disponibili. Le partecipazioni sociali non possono essere confuse con i beni che compongono il patrimonio sociale. Una cosa è la vendita di partecipazioni sociali, altra è la vendita dell'azienda o dei beni sociali: con la prima si dispone della proprietà di titoli o quote, con la seconda si dispone del patrimonio societario. Da ciò consegue che, secondo le regole codicistiche, le carenze o i vizi relativi alla consistenza e alle caratteristiche dei beni ricompresi nel patrimonio sociale possono giustificare la risoluzione di tale contratto solo se sono state fornite a tale riguardo dal cedente specifiche garanzie contrattuali.

⁵ Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, cit.; Cass., 24 luglio 2014, n. 16963, cit.

⁶ Riassume, di recente, la tesi, C. CONFORTINI, *Clausole di rappresentazione e garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, la quale afferma che «i beni sociali non apparteng[ono] all'oggetto del *Sale and Purchase Agreement* neppure in via indiretta: ciò di cui l'alienante dispone, col trasferire le partecipazioni sociali, è lo *status socii*, il fascio di posizioni giuridiche scaturite dal contratto sociale. Né potrebbe egli disporre (di una frazione) del patrimonio di un soggetto terzo (dotato, peraltro, di personalità giuridica e dunque, di autonomia patrimoniale perfetta) qual è la società per azioni».

2. *Dalla struttura alla funzione del fenomeno societario. Patrimonio sociale quale patrimonio separato con vincolo di destinazione.*

La ricostruzione dominante appare censurabile in relazione a differenti profili, anche di metodo.

Da un lato appare strettamente ancorata a una valutazione della soggettività giuridica quale elemento indissolubilmente collegato a un patrimonio, sottovalutando, peraltro, nel caso in esame, che i soci ‘controllano’ e ‘governano’ il soggetto-società.

Da altro lato disapplica una regola generale in tema di interpretazione ‘ragionevole’ della comune intenzione delle parti, atteso che gli acquirenti di partecipazioni sociali intendono ‘succedere’ nella loro titolarità al solo scopo di gestire l’azienda i cui dati patrimoniali costituiscono il riferimento unico per la determinazione del prezzo dello scambio.

Sotto altro profilo, più di metodo, segue una valutazione dell’oggetto del contratto, distinguendo tra «oggetto immediato» e «oggetto mediato», senza che ciò sia fondato su una rigorosa argomentazione ricostruttiva.

Le censure sono strettamente collegate tra loro.

Quanto al primo profilo *destruens*, la tesi dominante sembra essere legata a una lettura strutturale – e non già funzionale – non solo della regola romanistica secondo la quale *nemo plus iuris transferre potest quam ipse habet*, quanto ancor di più dell’intero fenomeno societario.

Secondo la ricostruzione che si intende criticare, il socio è titolare della partecipazione sociale e può disporre solo di essa, mentre la società è titolare del patrimonio sociale ed è l’unico soggetto titolato a disporne. Si afferma, in dottrina, che il socio «non ha un diritto di proprietà (art. 832 c.c.) sui beni sociali, la cui disponibilità, rientrando nella gestione del patrimonio, è attribuita esclusivamente all’organo amministrativo (art. 2380-*bis* e 2475 c.c.)»⁷.

⁷ A. TINA, *Note in materia di trasferimento*, cit., 201. Nello stesso senso, G. SALATINO, *Il “patto di garanzia”*, cit., 997, il quale, in applicazione di un non meglio precisato «principio della personalità giuridica [...] socio e società sono soggetti distinti e, conseguentemente, al socio spetta la titolarità della partecipazione sociale, alla società spetta la titolarità del patrimonio sociale»; C. D’ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni sociali*, cit., 31 ss., il quale muove, anch’esso, dal «limite invalicabile della personalità giuridica».

È la indissolubile correlazione soggetto-patrimonio che appare ancorata a una visione che studia le vicende giuridiche esclusivamente sul piano strutturale e degli atti e non anche sul piano del rapporto. La valutazione di un patrimonio deve prescindere sia dal collegamento con un soggetto, sia dal regime della responsabilità patrimoniale. È la funzionalizzazione del patrimonio sociale alla realizzazione degli interessi dei soci che deve guidare l'interprete⁸.

Il patrimonio sociale non è niente altro che un fenomeno 'traslativo' di separazione patrimoniale, frutto del conferimento dei soci, con il vincolo di destinazione da questi impresso nello statuto al momento della definizione dell'oggetto sociale⁹.

Se è vero che spetta all'organo amministrativo la gestione dell'impresa, non può non rilevarsi che tale attività gestoria non sia del tutto discrezionale, in quanto deve essere finalizzata all'attuazione dell'oggetto sociale, i cui confini sono nella disponibilità esclusiva dei soci.

Chi acquista una partecipazione sociale non lo fa semplicemente per prendere la parola in assemblea o partecipare a un patto parasociale, ma lo fa per 'decidere', per incidere sulla composizione dell'organo amministrativo, soprattutto se acquista una partecipazione sociale di 'controllo'.

Peraltro, non pare revocabile in dubbio che il c.d. status socii (più correttamente, la qualità di socio) sia una situazione giuridica avente natura patrimoniale che «ha come punto di riferimento il patrimonio

⁸ Sia consentito rinviare, sul punto, all'indagine sulla soggettività del *trust fund*, approfondita in T.V. RUSSO, *Il trust*, in *Trattato CNN diretto da Perlingieri*, Napoli, 2023, 35 ss.; cfr., altresì, le riflessioni di G. FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 28 ss., il quale rileva che «l'individuabilità di un complesso di beni definibile come patrimonio unitario, dipende [...] dalla rilevanza giuridica (dell'autonomia e dell'unitarietà) della "funzione", cioè dell'interesse cui tali beni sono nel loro complesso finalizzati». Cfr., sul punto, le ulteriori riflessioni di R. DI RAIMO, *Le associazioni non riconosciute. Funzione, disciplina, attività*, Napoli, 1996, 197 ss., spec. nota 370.

⁹ Cfr. R. DI RAIMO, *Persona giuridica, destinazione e segregazione*, in *Corti Pugliesi*, 2008, 33, il quale afferma che «la persona giuridica costituisce il modello di disciplina, nella tradizione giuridica continentale, per realizzare la destinazione di patrimoni ad uno scopo sostenuta da un regime patrimonio di perfetto autonomia dalla sfera giuridica del disponente».

della società», tanto vero che, per l'ipotesi di recesso, «il corrispettivo spettante al socio sarà corrispondente ad una quota-parte del patrimonio»¹⁰. Appare peraltro condivisa in dottrina l'idea che il trasferimento di partecipazioni sociali abbia quale effetto il subentro dell'acquirente nella posizione contrattuale di socio «capace di comprendere le situazioni giuridiche scaturenti dal contratto sociale»¹¹.

Seguendo una ricostruzione del fenomeno societario meno ancorata alla fattispecie e più attenta invece alle dinamiche del rapporto, apparirà a sua volta più ragionevole l'attività dell'interprete del contratto di trasferimento delle partecipazioni sociali laddove questi voglia attribuire la giusta rilevanza, sul piano della qualificazione dell'operazione, alla comune intenzione delle parti ex art. 1362 c.c. e al profilo funzionale, effettuale.

Quali sono gli effetti che le parti di un contratto traslativo di partecipazioni sociali intendono realizzare? Quale interesse intende soddisfare l'acquirente di azioni o quote se non quello di gestire o partecipare alla titolarità e alla gestione di un patrimonio aziendale, sia pure separato dal proprio e destinato alla realizzazione dell'oggetto sociale? Qual è la funzione della complessa e approfondita attività di *due diligence* che l'acquirente svolge, prima della conclusione del contratto, sul patrimonio della società *target* e sul suo piano industriale, se non quello di determinarne il valore, da 'tradurre' nel valore della partecipazione stessa? Né pare rigoroso sostenere che tale attività di gestione sia riservata ad una differente soggettività giuridica, la società, che gestisce quel patrimonio destinato alla realizzazione dell'oggetto sociale nella prospettiva funzionale della realizzazione di quanto indicato dall'art. 2247 c.c.: la distribuzione degli utili.

Non si tratta né di superare il c.d. 'schermo' della personalità giuridica (ove abbia un senso parlarne), né di considerare il trasferimento delle partecipazioni sociali quale trasferimento di azienda, ma di chiarire cosa si intenda per oggetto del contratto di

¹⁰ V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 179 ss., il quale, peraltro, non accoglie la ricostruzione della qualità di socio come *status*; nello stesso senso, v. G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, 138 ss. Anche per l'ipotesi della liquidazione, l'art. 2350 c.c. attribuisce al socio il diritto «ad una parte proporzionale [...] del patrimonio netto risultante dalla liquidazione»

¹¹ Ne conviene C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi*, cit. 28.

cessione di partecipazioni sociali, che non può essere un'attività che l'interprete può condurre in astratto.

In tale prospettiva, non sembra che vi sia rigore metodologico nella interpretazione, ormai tralatizia, che distinguerebbe tra oggetto 'immediato' e oggetto 'mediato' del contratto. La creazione di un «oggetto mediato del contratto» sembra più un *escamotage* dovuto alla insufficienza delle argomentazioni di un interprete che studia il contratto sul mero piano strutturale e della fattispecie; incongruenza che, nel caso che ci occupa, si tramuta necessariamente nel poco rigoroso assunto che il socio trasferisca solo il suo *status socii* essendo l'unico patrimonio di cui dispone, laddove poi, in concreto, il 'prezzo' di questo «oggetto» è parametrato al patrimonio sociale.

3. Oggetto del contratto e interesse dei contraenti.

Il percorso interpretativo 'dominante' non convince innanzitutto sul piano del metodo, si diceva, in quanto sembra ignorare il profilo ricostruttivo dell'analisi degli effetti. Se è indubitabile che lo stesso legislatore non sia di grandissimo ausilio per l'interprete, atteso che la stessa espressione «oggetto del contratto» viene utilizzata «in modi e contesti non univoci»¹² - sì da spingere illustri studiosi a metterne in discussione l'utilità pratica e la rilevanza concettuale¹³ - ciò non toglie che l'interprete che voglia esaminare casi concreti quale quello relativo all'oggetto del negozio di cessione di partecipazioni sociali debba necessariamente seguire un percorso argomentativo rigoroso.

La distinzione tra «oggetto immediato», *i.e.* il trasferimento della proprietà, e «oggetto mediato», *i.e.* il bene oggetto del trasferimento, sembra porre a proprio fondamento una ricostruzione che identifica

¹² Cfr., per tutti, P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto civile*, Napoli, 2021, 499.

¹³ G. GORLA, *La teoria dell'oggetto del contratto nel diritto continentale (civil law)*, in *Jus*, 1953, 289 ss.; cfr., altresì, M. ALLARA, *La teoria generale del contratto*, Torino, 1955, 68 ss. G. DE NOVA, *L'oggetto del contratto: considerazioni di metodo*, in *I contratti di informatica*, a cura di G. Alpa e V. Zeno Zencovich, Milano, 1987, 22, il quale sottolinea che il legislatore abbia offerto non solo indicazioni importanti, ma anche «qualche elemento di confusione»; G.B. FERRI, *Il negozio giuridico tra libertà e norma*, Rimini, 1996, 172, il quale parla di «incertezza e contraddittorietà manifestate, in materia, dal legislatore». Di confusione del legislatore si parlava anche durante la vigenza del codice del 1865, v. G. GIORGI, *Teoria delle obbligazioni*, III, Firenze, 1877, 305.

l'oggetto del contratto con il bene in questo dedotto¹⁴; tesi decisamente respinta dalla dottrina che ha sottolineato che così facendo non si riuscirebbero a spiegare regolamenti negoziali con i quali le parti dispongono di diritti ovvero accertano rapporti¹⁵.

Non si comprende, peraltro, quale sia l'argomentazione in base alla quale il c.d. «oggetto mediato» sia sottratto alla disciplina che il codice dedica all'oggetto, con specifico riferimento, per quanto concerne la

¹⁴ La distinzione è presente nelle riflessioni di Salv. ROMANO, *Vendita. Contratto estimatorio*, in *Tratt. Grosso-Santoro Passarelli*, Milano, 1960, 61, il quale fonda il suo ragionamento sul disposto dell'art. 1470 c.c. che considererebbe, nel contratto di compravendita, il trasferimento della proprietà quale oggetto 'immediato' e il bene oggetto del trasferimento quale oggetto 'mediato'; la distinzione è presente anche negli studi di D. RUBINO, *La compravendita*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1971, 75 ss.; A. TORRENTE, *La donazione*, 405 ss.

¹⁵ Cfr. G.B. FERRI, *Il negozio giuridico*, cit., 175, spec. 177, il quale ritiene sia più corretto discutere di oggetto quale «bene che costituisce il punto di riferimento oggettivo (ad esempio, la cosa e il prezzo, nella vendita), degli specifici interessi di cui, attraverso il contratto, s'intende disporre»; l'A. chiarisce (nota 205) che «[e]videntemente il concetto di *bene* non può più assumersi nella limitata accezione di cosa (parte separata della realtà materiale [...]) ma deve intendersi nel senso più ampio che ricomprende tutti quegli altri *valori*, solitamente ma non esclusivamente economici che possono costituire il punto di riferimento oggettivo di un interesse»; v., pure, le sempre lucide riflessioni di A. FALZEA, *La condizione e gli elementi dell'atto giuridico*, Milano, 1941, 301: «oggetto dell'atto e oggetto del rapporto non costituiscono due fenomeni giuridici diversi, ma due profili dai quali viene in considerazione lo stesso fenomeno: una volta si riguarda il bene in quanto considerato prospettivamente dalle parti in funzione dell'effetto, che al momento del negozio è decisamente futuro; altra volta si considera il bene nella sua attuale posizione all'interno del rapporto già realizzato [...] tra le due ipotesi sussiste però una identità fondamentale, poiché l'oggetto dell'atto null'altro è se non l'oggetto del rapporto in quanto è dalle parti descritto e quindi configurato programmaticamente in quella previsione che lo proietta nel futuro regolamento di interessi»; v. altresì l'attenta di riflessione di E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, in *I contratti in generale*, I, a cura di E. Gabrielli, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1999, 641 s., il quale condivisibilmente rileva l'insufficienza della ricostruzione, proprio quando posta in raffronto con la nozione di vendita, «come negozio traslativo di diritti e non di cose, ed il cui riferimento alla *res* se è giustificabile sul piano del costante riconnettersi della proprietà ad una cosa, non sarebbe tuttavia rispondente ad una corretta visione tecnica del fenomeno». V., altresì, N. IRTI, *Disposizione testamentaria rimessa all'arbitrio altrui*, Milano, 1967, 129; P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri*, I, *La compravendita di «cosa futura»*, Napoli, 1962, 69 ss.; in tal senso, v., pure, F. CRISCUOLO, *Autonomia negoziale e autonomia contrattuale*, in *Trattato CNN diretto da Perlingieri*, Napoli, 2008, 217 ss.

presente analisi, alla norma in tema vizi della cosa venduta *ex artt.* 1490 ss., ma anche a quella in tema di errore su una qualità dell'oggetto della prestazione *ex art.* 1429, n. 2, c.c.

Non è mancato invece chi, autorevolmente, ha inquadrato più correttamente la distinzione in esame, dandole una lettura meramente descrittiva, sì da rilevare che «se il bilancio allegato e comunque, richiamato nel contratto risulta falso o se i beni aziendali mancano delle qualità promesse, dovrà dire che la cosa venduta difetta di qualità essenziali»¹⁶, ovvero chi ha sottolineato che «ogni circostanza relativa alla configurazione oggettiva ed estrinseca delle azioni, che eserciti o sia idonea ad esercitare un'influenza decisiva ma anomala dell'apprezzamento contingente del loro valore (prezzo) può diventare una qualità sostanziale, in guisa che l'errore su di esso diventi causa efficiente di annullamento del contratto»¹⁷.

Senza voler ripercorrere in questa sede l'interessante dibattito dottrinale sul tema dell'oggetto del contratto¹⁸, l'approccio metodologicamente più rigoroso appare quello che dall'esame sistematico dell'ordinamento evidenzia innanzitutto una distinzione tra oggetto del contratto e oggetto della prestazione, i quali, «pur avendo gli stessi requisiti (possibilità, liceità, determinabilità) di cui l'art. 1346 c.c., rimangono logicamente distinti»¹⁹.

¹⁶ F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, Padova, 2004, 198 ss.

¹⁷ R. NICOLÒ, *Vendita di azioni ed errore sul prezzo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1936, 165 ss., or in ID., *Raccolta di scritti*, Milano, 1993, III, 542.

¹⁸ Un'attenta e completa ricostruzione si trova in E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, cit., 633 ss., ID., *Storia e dogma dell'oggetto del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 328 ss.; nonché in G. ALPA e R. MARTINI, *Oggetto del negozio giuridico*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche - Sezione Civile*, XIII, Torino, 1996, 36 ss.; ID., *Oggetto e contenuto*, in *Tratt. di diritto privato* diretto da M. Bessone, *Il contratto in generale*, III, Torino, 1999, 335 ss., con attenzione anche ai dati emergenti dalla comparazione.

¹⁹ P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri*, cit., 65 ss.; v., pure, G.B. FERRI, *Il negozio giuridico*, cit., 170 s., il quale sottolinea che «[g]li artt. 1346-1349 del vigente codice dedicati all'oggetto del contratto non fanno più riferimento (come avveniva nei corrispondenti articoli del codice civile del 1865) al concetto di cosa, ma a quello di prestazione; la cosa diventa, anzi, oggetto della prestazione (cfr. art. 1348 c.c., ma anche l'art. 1316 c.c.); e, a sua volta la prestazione è oggetto dell'obbligazione (cfr. art. 1174 c.c.).»

La valutazione dell'interprete non può fermarsi all'analisi dell'oggetto del contratto, senza valutare il profilo, certamente di rilevanza funzionale, del rapporto, dell'oggetto della prestazione e del profilo effettuale della volontà negoziali²⁰. Il legame tra l'oggetto del contratto, non già con il bene in senso materiale, ma con gli interessi che le parti intendono realizzare appare più idoneo a ricondurre in una prospettiva unitaria lo studio degli elementi essenziali del contratto in chiave funzionale²¹.

Che ciò comporti una 'contaminazione' del profilo oggettivo con quello causale non può e non deve allarmare l'interprete, atteso l'ormai consolidato approccio degli studi sulla causa, quale indagine sulla funzione economico-individuale del negozio, o, ancor più precisamente, quale ricerca della sintesi degli effetti essenziali che le parti di esso intendono realizzare²².

²⁰ Cfr., sul punto, C.M. BIANCA, *La vendita e la permuta*, in *Tratt. Vassalli*, Torino, 1972, 4 s., il quale, sia pur correttamente negando la coincidenza tra oggetto del contratto e suoi effetti giuridici, sostiene che «l'oggetto indica l'insieme dei fatti, delle modifiche materiali e degli effetti giuridici finali che costituiscono il programma contrattuale o, in altri termini, l'ordine dei risultati finali che il contratto tende a realizzare»; *contra*, N. IRTI, *Disposizione testamentaria*, cit., 131.

²¹ Cfr. E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Napoli, 1994, 81 e 232, il quale, a proposito di idoneità dell'oggetto del negozio, ritiene «preferibile parlare d'interessi anziché di beni, poiché, anche dove oggetto del negozio siano cose (beni materiali), esse non vengono considerate per sé, astrattamente, ma sempre con riferimento ai soggetti e vengono apprezzate e differenziate con riguardo alla loro attitudine a soddisfare bisogni della vita di relazione». Cfr. altresì, G.B. FERRI, *Capacità e oggetto nel negozio giuridico: due temi meritevoli di ulteriori riflessioni*, in *Il contratto. Silloge in onore di Giorgio Oppo*, I, Padova, 1992, 134, il quale rileva che, anche ove si voglia considerare il 'bene' quale riferimento per l'oggetto del contratto, con tale locuzione si deve intendere «non soltanto quello che risulta dalla, in verità, angusta definizione contenuta nell'art. 810 c.c.», atteso che il bene, prosegue l'illustre A. «non può essere soltanto la cosa (cui, appunto, si riferisce l'art. 810 c.c.) intesa come parte limitata della realtà materiale, ma bene come *attività*, bene come *valore* anche incorporale, al cui oggettività giuridica e cioè la cui capacità di costituire punto di riferimento oggettivo di un interesse giuridicamente rilevante»; ID., *Il negozio giuridico*, cit., 179 laddove discorre di bene come categoria comprensiva, oltre che delle cose, «anche di tutti gli altri *valori ed utilità*».

²² P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri*, cit., 69 ss., il quale rimarca che non deve preoccupare «una eventuale indistinzione o confusione tra oggetto e causa quali elementi del contratto [...] l'oggetto riguarda la prestazione in sé e per sé, o la somma delle prestazioni considerate, mentre la causa ne coglie l'aspetto funzionale e dinamico, in relazione, cioè alla direzione degli interessi»;

La segnata e criticata stretta correlazione soggetto-patrimonio porta la dottrina ad affermare che «il trasferimento dei beni sociali per effetto del trasferimento delle partecipazioni sociali risulterebbe, pertanto, un oggetto del (contratto) giuridicamente impossibile»²³.

Qui non si intende affatto sostenere che acquistando le azioni o le quote si acquistino l'azienda o il patrimonio – la disponibilità negoziale del quale rimane nella sfera di azione della società (mercè le decisioni dell'assemblea e dell'organo amministrativo) – ma si intende sostenere che l'oggetto del contratto non è solo il 'bene' dedotto nel contratto, il quale deve, invece, essere preso in considerazione non già in sé stesso, ma nella sua giuridica «rappresentazione e possibilità»²⁴.

Per comprendere anche la portata pratica della questione, basti pensare alle diffuse ipotesi di acquisizione di partecipazioni di società che svolgono attività di sviluppo di impianti per la produzione di energie rinnovabili, laddove l'operazione, come capita spesso, si svolge quando l'impianto non è ancora stato costruito, in quanto è in corso l'iter autorizzativo; in tali casi, il valore patrimoniale del contratto (il prezzo dell'oggetto, se è di questo che si vuole parlare) è determinato rispetto ai megawatt installabili, proprio perché a esito del procedimento autorizzativo l'impianto potrebbe avere una dimensione (in megawatt) inferiore o superiore a quella attesa. Non pare revocabile in dubbio che in questi casi l'oggetto del contratto non è neppure 'mediatamente' o 'indirettamente' il patrimonio (bene futuro e incerto nella sua consistenza), ma la potenzialità economica della società target. Tale potenzialità, pare evidente, costituisce quasi sempre uno dei presupposti dell'iniziativa negoziale dell'acquirente e incide sulla valutazione dell'oggetto e del prezzo.

Correttamente, più di recente, si è affermato che il contratto «indica la direzione verso la quale gli effetti devono muovere, di modo che essi, quando siano individuati e concreti, costituiscono la conclusione di un processo dinamico»²⁵.

²³ A. TINA, *Note in materia di trasferimento*, cit., 201, nt. 76

²⁴ P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri*, cit., 69, il quale precisa che «[i]l contratto è consenso, l'oggetto del contratto è il termine di riferimento del consenso, l'*id* sul quale, e verso il quale, il consenso si manifesta».

²⁵ E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, cit., 653, il quale precisa che «[l]a valutazione concreta dell'ordinamento, quale ragione degli effetti giuridici, opera pertanto sul termine esterno del contratto, perché questo si fa carico di designarlo, di

Non è, pertanto, neppure una questione di superamento della personalità giuridica, ma di valutazione della comune intenzione delle parti e di valutazione, in concreto, degli interessi che si intendono realizzare con quella negoziazione traslativa di partecipazioni sociali.

4. *Gli ‘arresti’ della giurisprudenza sulla non estraneità all’oggetto del contratto di cessione di partecipazioni sociali del patrimonio sociale.*

L’interpretazione dominante, si diceva, ha subito rari momenti di arresto nella giurisprudenza, presi tuttavia in considerazione del lodo arbitrale che ha costituito la premessa della presente indagine. In questo è infatti presente un espresso richiamo a una pronuncia nella quale la Suprema Corte ha affermato che «[l]e azioni (e le quote) delle società di capitali costituiscono beni di “secondo grado”²⁶, in quanto non sono del tutto distinti e separati da quelli compresi nel patrimonio sociale, e sono rappresentative delle posizioni giuridiche spettanti ai soci in ordine alla gestione ed alla utilizzazione di detti beni, funzionalmente destinati all’esercizio dell’attività sociale; pertanto, i beni compresi nel patrimonio della società non possono essere considerati del tutto estranei all’oggetto del contratto di cessione delle azioni o delle quote di una società di capitali, sia se le parti abbiano fatto espresso riferimento agli stessi, mediante la previsione di specifiche garanzie contrattuali, sia se l’affidamento del cessionario debba ritenersi giustificato alla stregua del principio di buona fede; conseguentemente la differenza tra l’effettiva consistenza quantitativa del patrimonio sociale rispetto a quella indicata nel contratto, [incide] sulla solidità

modo che l’oggetto, una volta individuato ed identificato, entra a far parte della struttura della vicenda giuridica consequenziale». La rilevanza del dato esterno sull’analisi dell’oggetto del contratto è indicata altresì da N. IRTI, *Oggetto del negozio giuridico*, in *Noviss. dig. it.*, XI, 1965, 804 ss., il quale, tuttavia, identifica oggetto (*latu sensu*) e contenuto del negozio, nell’ambito del quale «prende posto la designazione del termine esterno, che preesiste nella situazione giuridica iniziale ed è destinato a ritrovarsi nella situazione giuridica finale».

²⁶ L’espressione sembra ricondurre agli studi di T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, 219 ss., ID., *In tema di vendita di azioni e responsabilità degli amministratori*, in *Foro It.*, 1953, I, c. 1642 s., laddove osserva che non si comprende perché «debba negarsi la possibilità per le parti di qualificare le azioni oggetto della compravendita, anche in relazione al patrimonio della società».

economica e sulla produttività della società, quindi sul valore delle azioni o delle quote»²⁷.

²⁷ Coll. Arb. 25 maggio 2022, cit., che espressamente richiama Cass., 12 settembre 2019, n. 22790, in *Corr. Giur.*, 2020, 510, con nota di M. SPERANZIN, *Una criticabile sentenza della Cassazione in materia di garanzie legali e convenzionali nel caso di trasferimento di partecipazioni sociali*. In tal senso, già Cass., 23 febbraio 2000, n. 2059, in *Società*, 2000, 1205, con nota di A. FIGONE, *Cessione di quote sociali ed oggetto del negozio*; Cass., 20 febbraio 2004, n. 3370, in *Giur. it.*, 2004, 999, con nota adesiva di G. COTTINO, *Note sulla tutela redibitoria (o per difetti di qualità o aliud pro alio) di acquirenti di quote, od azioni, di società di capitali*, il quale condivisibilmente rileva che «con questa pregevole sentenza la Cassazione sembra fare, ancorché non esplicitamente dichiarato, un sostanziale passo avanti nella tutela redibitoria (o per difetti di qualità o *aliud pro alio*) di acquirenti di quote, od azioni, di società di capitali, una tutela sinora formalisticamente, e discutibilmente, circoscritta, almeno a quanto risulta dai precedenti pubblicati, [...] al caso in cui fossero state date dal venditore esplicite garanzie contrattuali sulla consistenza del patrimonio sociale»; Cass., 9 settembre 2004, n. 18181, in *Giustizia civile Massimario*, 2005; Cass. 13 dicembre 2006, n. 26690, in *Giur. Comm.*, 2008, II, 948, laddove si afferma tuttavia che la garanzia deve evincersi «inequivocabilmente dal contratto»; Cass. 24 luglio 2014, n. 16963, in *Corr. Giur.*, 2015, 324, con nota di M. STELLA, *Le business warranties nell'intreccio tra garanzie edilizie, prescrizione e decadenza*; per la giurisprudenza di merito, v. App. Cagliari 26 settembre 2016, n. 1018, in *Rivista giuridica Sarda*, 2017, 175; Trib. Lucca 10 luglio 2015, in *Giur. Comm.*, 2017, II, 400. In realtà, già Cass., 27 luglio 1933, in *Riv. dir. comm.*, 1935, 411 (vaso Raggio c. Raggio) aveva ritenuto che «deve ritenersi che l'apparente vendita delle azioni sia in sostanza una vendita di quota di azienda», sicché «il venditore delle azioni deve rispondere dell'evizione che colpisca i beni sociali». In dottrina, V. SALANDRA, *In tema di vendita di pacchetti azionari*, in *Foro It.*, 1936, c. 207, il quale osservava che «la verità semplice, quasi intuitiva, che la società appartiene ai soci e che quindi indirettamente anche il patrimonio o l'azienda sociale appartiene loro "non deve sparire completamente dietro il velo della personificazione della collettività sociale»; l'A. rilevava altresì che «non soltanto la sostanza economica di quel complesso di diritti e poteri ed obblighi di cui consta la partecipazione sociale è costituita da una porzione ideale corrispondente del patrimonio sociale, ma che anche la stessa "sostanza giuridica della partecipazione sociale" consiste in diritti di gestione, di disposizione e di godimento, il cui oggetto è l'azienda sociale». In senso tendenzialmente conforme, cfr. L. MOSSA, *La vendita dell'impresa sociale*, in *Annuario di diritto comparato e di studi legislativi*, 1932, VII, 157; A. BRUNETTI, *Sequestro giudiziario dell'azienda e vendita del pacco delle azioni della società*, in *Monitore dei tribunali*, 1946, 85 ss.; T. RAVÀ, *Gli obblighi di garanzia nella vendita di quota e di azioni sociali*, in *Studi giuridici in memoria di Ageo Arcangeli*, Padova, 1939, 385; G. BARALIS, *Vendita di partecipazioni sociali e garanzie convenzionali (con particolare riguardo all'indebitamento)*, in *Riv. dir.*

Nel ragionamento della corte di legittimità, tale ‘differenza’ «può integrare la mancanza delle qualità essenziali della cosa, che rende ammissibile la risoluzione del contratto art. 1497 c.c., ovvero, qualora i beni siano assolutamente privi della capacità funzionale a soddisfare i bisogni dell’acquirente, quindi “radicalmente diversi” da quelli pattuiti, l’esperienza di un’ordinaria azione di risoluzione ex art. 1453 c.c., svincolata dai termini di decadenza e prescrizione previsti dall’art. 1495 c.c.»²⁸.

Ferma, anche con riferimento a tale differente interpretazione, la carenza di un’adeguata argomentazione in merito alla distinzione e rilevanza ricostruttiva tra beni di “primo grado” e beni di “secondo grado”, la tesi seguita dal collegio arbitrale sembra maggiormente aderente alla reale rappresentazione della realtà giuridica presente in capo ai contraenti di un negozio di cessione di partecipazioni sociali e alla loro comune intenzione.

Ciò che risulta di notevole interesse, nelle argomentazioni degli arbitri, è il riferimento all’esperienza sia normativa che interpretativa tedesca, laddove, con la riforma del diritto delle obbligazioni (c.d. *Modernisierung des Obligationsrechts*) nell’ambito del *BGB* si è disposto, al § 453 che «Le disposizioni sulla vendita di cose si applicano corrispondentemente alla vendita di diritti e di altri oggetti»; il lodo riferisce che gli interpreti hanno ritenuto che ricorra una vendita di azienda anche quando il contratto abbia ad oggetto le partecipazioni sociali, «qualora nella sostanza («im Grunde») sia venduta l’azienda», il che accade «quando l’acquirente, attraverso il trasferimento dei diritti corporativi («Mitgliederschaftsrechts») da parte del venditore, intende assumere una posizione imprenditoriale («Unternehmersyellung»)»²⁹.

Decisamente convincente, sul piano del metodo, è il richiamo alla portata sistematica della norma domestica in tema di divieto di concorrenza previsto in relazione alla cessione di azienda ex art. 2557 c.c., ritenuta applicabile anche a «vicende che, pur non configurandosi come traslative di un’azienda, realizzano sostanzialmente effetti simili, introducendo un terzo, direttamente o indirettamente, nell’esercizio di

comm., 2006, I, 625 ss.; R. CALVO, *Il trasferimento della «proprietà» nella compravendita di titoli azionari*, in *Contr. Impr.*, 1993, 1107 s.

²⁸ Cass., 12 settembre 2019, n. 22790, cit.

²⁹ Coll. Arb. 25 maggio 2022, cit., che richiama B. GRUNEWALD, in *Erman BGB Kommentar*, II, Köln, 2020

un'attività di impresa precedentemente facente capo ad un altro, su cui viene dunque a gravare il divieto»³⁰.

Determinante diventa, pertanto, il rilievo dell'esecuzione del contratto secondo buona fede e correttezza che porta a ritenere sussistente l'affidamento del cessionario circa la «effettiva consistenza quantitativa del patrimonio sociale rispetto a quella indicata nel contratto»³¹.

5. L'esperienza della prassi domestica delle operazioni di M&A tra presa di coscienza dell'orientamento interpretativo dominante e ricorso al procedimento diffuso nella prassi internazionale e al suo linguaggio. L'interesse dei contraenti a escludere i rimedi contrattuali: la clausola di unico rimedio (sole and exclusive remedy).

Orbene, le parti dell'operazione di trasferimento di partecipazioni societarie e i loro *advisors* non possono non tenere conto, anche ove non lo condividano, dell'orientamento interpretativo maggioritario, secondo il quale, come detto, «le carenze o i vizi relativi alle caratteristiche e al valore dei beni ricompresi nel patrimonio sociale – e, di riverbero, alla consistenza economica della partecipazione – possono giustificare l'annullamento del contratto per errore o, ai sensi dell'articolo 1497 c.c., la risoluzione per difetto di “qualità” della cosa venduta solo se il cedente abbia fornito, a tale riguardo, specifiche garanzie contrattuali», atteso che, sempre secondo tale orientamento,

³⁰ Coll. Arb. 25 maggio 2022, cit., ove si cita testualmente M. CIAN, *Diritto commerciale*, I, *Diritto dell'impresa*, Torino, 2017, 153. In senso conforme, anche T. ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Milano, 1960, 60 ss.; G.E. COLOMBO, *L'azienda e il divieto di concorrenza dell'alienante*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, III, Padova, 1979, 191 ss.; GUGLIELMETTI, *Il divieto di concorrenza nell'alienazione di azienda in relazione all'esistenza di società*, in *Riv. soc.*, 1959, 97 s.; V. MANGINI, *Cessione di quota sociale e divieto di concorrenza*, in *Riv. dir. civ.*, 1966, II, 194 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 1, *Diritto dell'impresa*, a cura di M. Campobasso, Torino, 2013, 152. In giurisprudenza, *ex multis*, Cass., 24 luglio 2000, n. 9682, in *Giur. it.*, 2001, è- 967. *Contra, ex multis*, E. MARCHISIO, *Circolazione dell'azienda, tutela dell'avviamento e divieto di concorrenza*, in *Riv. not.*, 2011, I, 1367 ss.; A. TINA, *Note in materia di trasferimento*, cit., 198 s.

³¹ Cass., 12 settembre 2019, n. 22790, cit.

«il valore economico dell'azione non rientra tra le qualità di cui all'articolo 1429 c.c., n. 2, relativo all'errore essenziale»³².

Un'adeguata regolamentazione negoziale delle conseguenze sul piano del rapporto sia di sopravvenienze che di sopravvenuta adeguata conoscenza di vicende pregresse incidenti sul patrimonio sociale assume rilievo determinante, tenendo soprattutto in conto che l'interesse dell'acquirente è generalmente quello di conservare l'acquisizione e non la sua cessazione, anche in presenza di tali eventi. Ma ciò proprio perché è interessato all'azienda e alle sue potenzialità e non già all'esercizio dei diritti sociali.

Ricorre infatti quasi sempre una clausola di *sole and exclusive remedy* (clausola di unico rimedio) con la quale si esclude preliminarmente l'applicazione degli artt. 1490, 1492, 1494, 1495, 1497 c.c. e, in alcuni casi, anche il potere dell'acquirente di eccepire l'inadempimento *ex art.* 1460 c.c. e di domandare la risoluzione *ex art.* 1453 c.c. (clausola di irresolubilità): i rimedi previsti a tutela delle prestazioni in contratto saranno pertanto solo quelli previsti e voluti dalle parti per l'ipotesi di sopravvenienze che possano incidere negativamente sul valore patrimoniale dell'acquisto, sia in relazione alla sopravvenuta contezza dell'oggetto dell'acquisto, tenuto conto che in sede di trattativa la parte venditrice potrebbe aver non rappresentato correttamente il patrimonio sociale³³.

³² Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, cit.

³³ Per un'attenta analisi, v. 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 irrisolubile 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., il quale riporta un esempio di clausola: «I diritti e i rimedi previsti in questo Articolo [____] del *Share Purchase Agreement* dovranno essere esclusivi ed in sostituzione di ogni altro diritto, azione, difesa, pretesa o rimedio del Compratore, previsti dalla legge applicabile o altrimenti, quantunque derivanti o in commissione con, o in forza di, ogni violazione delle *representations, warranties, undertakings and covenants* del Venditore con tenute in questo Accordo. In particolare, ma senza limitazione, il Compratore non dovrà avere alcun diritto di risolvere, annullare o sciogliere questo

Si è correttamente rilevato che tali clausole «non possono aver ad oggetto le norme in tema di invalidità del vincolo, e quindi con funzione paralizzante della domanda di nullità, in ragione della natura inderogabile e indisponibile delle norme a presidio della stessa, ovvero quella di annullabilità o rescindibilità del contratto, che per poter formare oggetto di apposita rinuncia, presupporrebbero la anticipata consapevolezza, in capo al titolare dell'azione, della loro esistenza quale vizio che colpisce il contratto, laddove la loro conoscenza si acquisisce soltanto in un momento successivo»³⁴. Sembra, pertanto, che le parti non possano escludere l'esperibilità dell'azione di annullamento del contratto per errore sull'oggetto (art. 1429, n. 1 c.c.), ovvero per errore sull'identità della prestazione ovvero sopra una qualità dello stesso (art. 1429, n. 2 c.c.), mentre possono escludere l'esperibilità dell'azione di risoluzione *ex art.* 1497 c.c. per mancanza delle qualità promesse ovvero essenziali all'uso del bene oggetto del contratto di compravendita.

Si tenga a mente che, secondo l'interpretazione dominante, laddove il cedente non abbia fornito specifiche garanzie contrattuali, l'annullamento del contratto per errore o, ai sensi dell'articolo 1497 c.c., la risoluzione per difetto di "qualità" della cosa venduta, viene ritenuta ammissibile solo «nel caso di dolo di un contraente, quando il mendacio o le omissioni sulla situazione patrimoniale della società siano accompagnate da malizie ed astuzie volte a realizzare l'inganno ed idonee, in concreto, a sorprendere una persona di normale diligenza»³⁵.

La clausola di *exclusive remedy* deve, in ogni caso, rispondere positivamente al giudizio di liceità e meritevolezza da condursi sul caso concreto³⁶.

Agreement o di rifiutare di eseguire il *Closing* o di promuovere le azioni previste dagli articoli 1492, 1494 del Codice Civile Italiano».

³⁴ E. GABRIELLI, *Autonomia privata ed esclusione dei rimedi contrattuali*, cit., 215 s.; in tal senso, anche G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase agreement*, cit., 223 ss.; ID., *Nuove tutele e nuovi rimedi in materia contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 453 ss.

³⁵ Cass., 13 marzo 2019, n. 7183, cit.

³⁶ G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase agreement*, cit., 225, il quale rileva che le clausole di irrisolubilità sono spesso inserite «per soddisfare interessi non diretti delle parti ma di terzi, normalmente di chi le finanzia».

Non solo: la pattuizione deve rispettare quanto disposto dall'art. 1229 c.c., in tema di esonero o limitazione di responsabilità del debitore per dolo o colpa grave, e deve essere conforme alle regole di buona fede, sicché laddove alla rinuncia ai rimedi codicistici non corrisponda una previsione negoziale circa il riequilibrio del nesso di corrispettività tra le prestazioni ovvero emerga la non concreta attuabilità del risarcimento del danno, la clausola di irrisolubilità sarà non meritevole per violazione del principio di buona fede nell'esecuzione del contratto, se non per la sua abusività³⁷. In tale direzione si pone, tra l'altro, la previsione dei cui all'art. 8:109 dei Principi di diritto europeo dei contratti, proprio in tema di *Clausole di esclusione o di limitazione delle tutele*, laddove si dispone che «[l]e tutele per l'inadempimento possono essere escluse o limitate salvo che far valere tale esclusione o limitazione risulti contrario alla buona fede e alla correttezza».

6. *I rimedi negoziali. Le clausole di rappresentazione e garanzia* (representations and warranties clauses).

L'esclusione negoziale dei rimedi codicistici trova il suo necessario completamento nella previsione di 'esclusivi' rimedi negoziali in grado di realizzare nella misura più adeguata l'interesse comune alla conservazione degli effetti contrattuali, sia pure attraverso opportune modifiche del profilo economico, laddove necessario.

Sul punto, la prassi contrattuale domestica ha fatto tesoro di quella internazionale delle operazioni di *Mergers and Acquisitions (M&A)*, laddove si è sempre di più affinato il ricorso alle c.d. *representation and warranties clauses (R&W)*, quali guarentigie di base in un'operazione di acquisizione societaria, al fine di tutelare l'acquirente di fronte al rischio che, nel corso della definizione dell'operazione di acquisto, ovvero ad acquisizione avvenuta, il patrimonio della società *target* riveli una consistenza differente rispetto a quella valutata al momento del perfezionamento del *Sale and Purchase Agreement*³⁸.

³⁷ In tal senso, F. DELFINI, *I patti sulla risoluzione per inadempimento*, cit., 28 ss.; ID., *Autonomia privata e contratto*, Torino, 2017, 234 s.; E. GABRIELLI, *Autonomia privata ed esclusione dei rimedi contrattuali*, cit., 220 s.

³⁸ Che la prassi contrattuale domestica nella regolamentazione delle acquisizioni societarie abbia preso spunto da quella delle operazioni di *M&A* già diffuse nella prassi internazionale non comporta che si tratti di un contratto sottratto ai principi e

alle regole del diritto italiano. Che si ricorra a tecniche redazionali tipiche di tale prassi e che le parti ritengano opportuno regolamentare in ogni minimo dettaglio la disciplina del proprio rapporto non può di certo portare a concludere che da ciò derivi che «[p]rincipi fondamentali del nostro diritto delle obbligazioni (correttezza e buona fede nella formazione, nella interpretazione e nella esecuzione del contratto) lasciano il campo a quanto è scritto nel contratto»: così, C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi*, cit., 3 s., a parere della quale, accantonati i principi del diritto italiano, il ruolo primario verrebbe assunto dalle grandi *law firm* internazionali; in senso analogo, v. C.F. GIAMPAOLINO, *L'esecuzione dello SPA relativo alla maggioranza delle partecipazioni e la posizione dei terzi (Gestione interinale; earn out; drag along)*, in *Giur. Comm.*, 2018, 982, a parere del quale «in presenza di parti sofisticate la buona fede [...] entra in forte tensione con il limite dell'interesse proprio del soggetto, perfettamente noto alla controparte».

Si è peraltro già rilevata in altre sedi l'inutilità del ricorso a nuove categorie, quali quelle del «contratto alieno», che non solo non può sottrarsi all'applicazione delle regole della buona fede, sia in fase precontrattuale che in fase di esecuzione del contratto, ma non può certamente sottrarsi al duplice controllo di liceità e meritevolezza, baluardo della tutela di tutti gli interessi coinvolti in un'operazione di *M&A, shareholders e stakeholders*, per intendersi, con chi dall'uso dei termini inglese fa derivare la disapplicazione della normativa interna. La locuzione «contratto alieno» si deve a G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2008; già in 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., ora in ID., *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno*, Milano, 2011, 31 ss., il quale sostiene che «tra i contratti alieni troviamo contratti atipici ex art. 1322 cod. civ., contratti cioè che non corrispondono ai tipi di contratto per i quali il diritto italiano non detta una disciplina particolare [...] il fenomeno dei contratti alieni è più ampio, perché tra di essi troviamo contratti che possono essere ricondotti a tipi per i quali il diritto italiano detta una disciplina particolare: ad esempio il *sale and purchase agreement*, che ha ad oggetto la cessione di partecipazioni sociali qualificate, può essere ricondotto alla vendita, il *sale of business*, può essere ricondotto alla cessione di azienda; il *covenant not to compete* può essere ricondotto al patto di non concorrenza»; l'alienità sarebbe insita nella circostanza che tali contratti «sono pensati, costruiti, scritti in funzione del diritto statunitense, ed ignorano il diritto italiano, anche quando esso prevede norme potenzialmente applicabili». Per una critica, sia consentito rinviare a T.V. RUSSO, *I contratti Shari'a compliant. Valori religiosi e meritevolezza degli interessi. Contributo allo studio*, Napoli, 2014, 125, laddove si condivide, invece l'enfatizzazione della necessità, in presenza di contratti da eseguire nell'ordinamento italiano ma le cui clausole concretizzano una prassi negoziale ricorrente in altri ordinamenti giuridici, di procedere ad un recepimento non acritico, ma «scrutinato attentamente per accertarne la coerenza con il nostro sistema e specie la compatibilità con principi di ordine pubblico economico e/o limiti all'autonomia privata che fossero dettati dalla *lex contractus*»; così M. CAPODANNO, *L'interpretazione del contratto*, Padova, 2006, 343.; peraltro lo stesso G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, cit., 33, scongiura l'idea di

In via descrittiva è possibile rinvenire nelle clausole di rappresentazione (*representations*) la specifica funzione non solo di fornire una ‘rappresentazione’ adeguata da parte del venditore della situazione della società le cui azioni (o quote) sono oggetto di

una «adozione cieca dei modelli contrattuali alieni. Al contrario, il giurista italiano deve mettere in agenda la voce «confronti critico, alla luce del diritto italiano, con i modelli contrattuali alieni»: nessuna «no action letter» deve essere consegnata a priori nelle mani del redattore del contratto alieno».

Nella medesima direzione, si sono condivise le critiche all’assunto secondo il quale il giudizio di meritevolezza sia da considerarsi implicito nella «uniformità internazionale del modello contrattuale», in una prospettiva di non isolamento economico; cfr. T.V. RUSSO, *Il trust*, cit., 55. La critica è nei confronti di F. GALGANO, *La giurisprudenza nella società post-industriale*, in *Contr. Impr.*, 1989, 363; ID., *Diritto ed economia alle soglie del nuovo millennio*, ivi, 2000, 202; nello stesso senso, v. M. BIN, *La circolazione internazionale dei modelli contrattuali*, ivi, 1993, 478. In forte dissenso, cfr., per tutti, P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, IV, *Attività e responsabilità*, Napoli, 2020, 102 ss. Parimenti condivisibile la riflessione di M. COSTANTINO, *Titolarità giuridica e appartenenza economica: nozioni astratte e destinazioni specifiche per il trustee – I Parte*, in *Trusts*, 2003, 22: «Tutto il diritto privato riposa su una formula che ha rilevanza pubblicistica: è l’ordinamento che seleziona gli interessi meritevoli di tutela, non il titolare. La *lex mercatoria* e l’ansia di lucrosi affari non hanno riconoscimento giuridico se non corrispondono a interessi ed esigenze meritevoli di tutela». Anche il ricorso alla c.d. *merger clause*, con la quale le parti escludono dal contratto «qualsiasi altra precedente dichiarazione, promessa o accordo che non sia contenuto nella scheda contrattuale», non può sottrarre l’intera operazione al controllo giudiziale, che può portare anche ad un intervento integrativo della volontà ove ne ricorrano i presupposti; sui limiti dell’autonomia privata e sul superamento della «sacralità» del contratto v. T.V. RUSSO, *Valutazione ingannevole del merito creditizio e intervento perequativo del giudice nei contratti di credito immobiliare ai consumatori*, in *Contr. Impr.*, 2020, 1486 ss., spec. 1511 ss.; v. pure, ID., *Credito immobiliare e sacralità del contratto*, Relazione al Congresso Nazionale di diritto bancario, finanziario e assicurativo in due atti e tre scene, tenutosi a Lecce il 13-14 ottobre 2023, in corso di pubblicazione su *Rivista di Diritto del Risparmio*.

La c.d. aspirazione all’autosufficienza del regolamento contrattuale non è prerogativa dei contratti che vedono quali *advisors* le grandi *law firm* internazionali, ma dovrebbe caratterizzare ogni atto di autonomia negoziale. Laddove, tuttavia, la *lex fori* è quella italiana, i contratti, ‘alieni’ o ‘provinciali’ sono soggetti alle stesse regole di validità, meritevolezza, interpretazione e integrazione degli effetti. In tale prospettiva deve essere valutata la portata di quanto descritto analiticamente dalle parti nei *Recitals* (preamboli) e nelle *Definitions*, non essendo disponibile in capo alle parti l’attività che l’ordinamento assegna al giudice in sede di interpretazione. Cfr., sul punto, le riflessioni di G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement*, cit. 17 ss.

compravendita, ma anche di definire il generale quadro di riferimento per la determinazione del prezzo. Si tratta di dichiarazioni rappresentative dello *status quo* della società *target*, generalmente presenti già nelle prime dichiarazioni di impegno negoziale tra le parti che affiancano funzionalmente l'attività di indagine dell'acquirente (c.d. *preliminary due diligence*)³⁹ sulla situazione patrimoniale e finanziaria della società. Si determina, in sostanza, una completa descrizione della situazione di diritto e di fatto relativa a circostanze ed

³⁹ L'attività di *diligence* sulla società *target* e sulla sua consistenza patrimoniale è a fasi graduali: generalmente, a seguito dell'interesse del potenziale cessionario e dopo la sottoscrizione di un patto di riservatezza (*not disclosure agreement*), questi procede ad una *due diligence* preliminare sulla base della documentazione ufficiale (i bilanci degli ultimi anni principalmente), unitamente ad alcune informazioni utili per una prima valutazione della convenienza dell'affare. Il perfezionamento dell'operazione generalmente, anche in Italia, segue la prassi negoziale internazionale che prevede la conclusione di un *Sale and Purchase Agreement*, che ancora non comporta il trasferimento delle partecipazioni, che avverrà invece al momento del c.d. *Closing*. Nell'intervallo tra queste due fasi negoziali l'aspirante cessionario, anche sulla base delle *representations and warranties* già presenti nel *Sale and Purchase Agreement*, svolge una nuova *due diligence* molto approfondita, con particolare attenzione a tutte le vicende e le aree di rischio non 'coperte' dalle *R&W*, tenuto conto che potrebbe accadere (e accade) che la parte cessionaria non sia stata particolarmente precisa nel contenuto delle *R&W*. Un'ulteriore *due diligence* viene effettuata successivamente al *Closing*, a trasferimento effettuato, momento dal quale il cessionario è in condizione di verificare, da 'titolare' della posizione societaria, il reale stato, non solo patrimoniale, della società *target*. Una completa analisi del complesso procedimento di trasferimento delle partecipazioni è svolta da G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement*, cit., *passim*.

Il procedimento contrattuale che giunge alla produzione dell'effetto reale, di trasferimento della titolarità delle partecipazioni sociali, vede non di rado la presenza di numerosi altri documenti negoziali, a partire dal *confidentiality agreement* (o *non disclosure agreement*), lettere di intenti, *memorandum of understanding*, *standstill agreement*; per un'analisi attenta e completa, v. G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement*, cit. 47 ss., il quale analizza nel dettaglio i due modelli di negoziazione, quello della 'gara privata' e quello della 'trattativa individuale'.

Non pare revocabile in dubbio che è nel potere dispositivo delle parti stabilire il momento nel quale si verifica il trasferimento della titolarità delle partecipazioni sociali. Non si tratta, pertanto, di stabilire se si sia in presenza di una vendita atipica, o di un differente contratto innominato, atteso che le modalità di realizzazione del c.d. principio consensualistico è nella disponibilità delle parti, potendo le stesse derogare a quanto disposto dall'art. 1376 c.c.

elementi circa la effettiva situazione della società al momento della conclusione del contratto.

Si ritiene comunemente che le *representations* abbiano mera natura di dichiarazioni di scienza, prive di natura negoziale, sì che, pur contribuendo a formare il processo di formazione della volontà dell'acquirente non generino alcuna obbligazione in capo al venditore⁴⁰.

La tesi pare analizzare la portata delle dichiarazioni quale 'monade isolata' rispetto alle *warrenties* che a tali rappresentazioni sono strettamente collegate, anche sul piano negoziale, sì che appare più ragionevole valutarne la portata sistematica nell'ambito dell'intera operazione negoziale; non può infatti revocarsi in dubbio che una 'dolosa' rappresentazione della realtà possa incidere sulla stessa efficacia dell'intero trasferimento.

Tra le più comuni 'rappresentazioni', il venditore dichiara che la società le cui partecipazioni sono oggetto di cessione è stata regolarmente costituita ed esistente in base alla normativa applicabile, di possedere tutte le capacità da questa previste per la sottoscrizione e l'adempimento del contratto di cessione e per l'adempimento delle obbligazioni in esso previste e che la sottoscrizione e l'adempimento del contratto non si pongano in violazione con tale normativa né con provvedimenti dell'autorità giudiziaria o di altre autorità competenti, né costituiscono inadempimento rispetto a ulteriori obbligazioni assunte dal venditore con altri contraenti e comunque poste a suo carico. Si dichiara, ove ne ricorrano i presupposti, che nessuna istanza, consenso, licenza, autorizzazione, approvazione, esenzione da parte di alcuna autorità competente è richiesta in relazione alla sottoscrizione ed esecuzione del contratto di cessione. Il cedente dichiara altresì di non versare in stato di liquidazione, insolvenza, né in una situazione prevista dagli artt. 2446, 2447, 2482-*bis* e 2482-*ter* ss. c.c., né di essere stato dichiarato insolvente ai sensi del codice della crisi di impresa, ovvero sottoposto o ammesso ad alcun procedimento di liquidazione o concorsuale, né di aver presentato alcuna domanda di ammissione ad uno di tali procedimenti, né di aver concluso accordi di cessione dei

⁴⁰ Cfr. C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi*, cit., 148; EAD., *Clausole di rappresentazione e garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, in *Nuova giur. comm.*, 2019, 573.

beni ai propri creditori. Generalmente queste dichiarazioni vengono affiancate da quella sulla inesistenza di procedimenti o istanze di alcun tipo che possano comportare il rischio di dichiarazione di insolvenza o, comunque, del suo assoggettamento a qualsivoglia procedura concorsuale.

Ovviamente il venditore ‘rappresenta’ di essere il pieno, esclusivo e legittimo proprietario della quota oggetto di cessione, della quale può liberamente disporre, attestandone la natura libera da gravami. Dichiarata, altresì che, ferme le limitazioni statutarie, l’inesistenza di diritti o accordi di prelazione, opzione o di altra natura che attribuiscono o possano attribuire in futuro la facoltà di acquistare, sottoscrivere in tutto o in parte, la partecipazione sociale oggetto di cessione.

Di estremo rilievo sono le ‘rappresentazioni’ relative alla situazione dei rapporti con l’amministrazione finanziaria: ove non risulti diversamente dalla documentazione contabile, la parte cedente dichiara di essere in regola con gli adempimenti fiscali sia quanto ai versamenti di imposte e tasse, sia quanto alla presentazione di denunce e dichiarazioni. Generalmente si rappresenta, ove sia di rilievo per il cessionario, che sono stati effettuati tutti gli accantonamenti necessari ad assicurare una integrale copertura di tutte le somme da essa dovute per il pagamento di imposte e tasse relative a periodi antecedenti alla data di trasferimento in piena conformità non solo alla normativa Applicabile ma anche ai principi contabili.

L’aspirante cessionario vuole peraltro conoscere dell’esistenza di diffide, nei confronti della società, relative alla imminente o possibile instaurazione di cause civili, amministrative, tributarie, rivendicazioni, azioni, pronunce, accertamenti o avvisi, procedimenti penali o indagini che possano coinvolgere la Società, i cespiti o diritti di quest’ultima ovvero la relativa attività, siano essi dinanzi a qualsiasi tribunale, organo giurisdizionale, autorità o ente amministrativo, ovvero tributario.

Di estremo rilievo è la dichiarazione che la società non è coinvolta in alcun procedimento ai sensi del d. lgs. n. 231 del 2001, né ha ricevuto alcun tipo di sanzione, amministrativa, pecuniaria ovvero interdittiva di cui alla medesima normativa.

I soci cedenti, inoltre, ove ne ricorrano i presupposti, rappresentano che la società *target* non ha concesso garanzie reali o personali, sottoscritto lettere di *patronage*, ovvero assunto altri impegni di

garanzia, anche di natura atipica ovvero obbligazioni contrattuali di qualunque natura con vincolo di solidarietà passiva con soggetti terzi, in relazione ad esposizioni debitorie o ad altre obbligazioni, attuali o future, proprie o di terzi.

Già da una semplice lettura del contenuto delle rappresentazioni emerge che il ‘soggetto’ socio dichiara eventi non attinenti solo allo *status socii* – che secondo l’orientamento dominante costituirebbe l’oggetto del contratto di cessione – ma soprattutto relativi a vicende che interessano il ‘soggetto’ società, la cui situazione giuridica e patrimoniale è nell’interesse dell’acquirente.

Le clausole di rappresentazione non riguardano solo dichiarazioni della parte venditrice, ma anche della parte acquirente, la quale, dichiara anch’essa la propria capacità a concludere il contratto di trasferimento delle partecipazioni sociali, l’inesistenza di procedure esecutive e/o concorsuali, ovvero ogni altro stato che possa incidere sulla validità ed efficacia dell’acquisto.

Acquisite tali dichiarazioni delle parti dell’operazione, il cessionario deve proteggersi non solo dal rischio di sopravvenienze che possano incidere sul valore dell’acquisto tra la data del *Sale and Purchase Agreement* e la data del *Closing*, ovvero di quelle successive a questo, quanto e soprattutto da una non completa o non fedele *disclosure*, da parte del cedente, di ogni profilo di rilievo che potrebbe incidere non tanto sulla conclusione dell’affare, quanto sulla valutazione economica dello stesso⁴¹.

Il rischio, pertanto, che tale asimmetria informativa possa incidere sul valore dell’operazione viene coperto attraverso un’adeguata e parallela predisposizione di clausole di garanzia (*warranties clauses*) che, di fatto, comportano il trasferimento sul cedente delle responsabilità e dei rischi conseguenti alle difformità che dovessero emergere tra situazione reale della società *target* e quanto invece dichiarato e descritto nelle *representations*.

⁴¹ Correttamente si è rilevato che «[s]e, infatti, la compagine sociale è ristretta e il *management* è espressione della proprietà, gli interessi degli amministratori sono più facilmente allineati (ove non sovrapposti) a quelli della proprietà e, in simili circostanze, è comprensibile come né i soci né i gestori abbiano incentivi a trasmettere al compratore quelle informazioni (sulla società delle cui azioni si tratta) che potrebbero incidere negativamente sulla determinazione del prezzo»; così, C. CONFORTINI, *Clausole di rappresentazione e garanzia*, cit., 574.

Nella prassi contrattuale accade che il venditore garantisce ‘a monte’ che quanto portato dalle clausole di rappresentazione risponde alla reale situazione giuridica della società *target* e dei diritti su di essa spettanti ai soci.

Con riferimento invece alla natura giuridica di quanto portato dalle clausole di rappresentazione e garanzia, decisamente serrato è il dibattito in dottrina, peraltro non adjuvato da posizioni uniformi da parte della giurisprudenza.

Dall’analisi degli studi e delle pronunce emerge un non condivisibile approccio metodologico al problema: la sensazione è che si cerchi di ricostruire il fenomeno non già dall’analisi del fatto, quanto dall’esigenza di sfuggire alle regole inderogabili in materia di prescrizione dell’azione che spetterebbe all’acquirente in ipotesi di sopravvenienza incidente negativamente sul patrimonio sociale acquisito e plasmarne ‘a convenienza’ la disciplina.

È stata efficacemente confutata da autorevole dottrina⁴² la ricostruzione del fenomeno delle *R&W* quali patti con funzione *latu sensu* assicurativa⁴³. Si è infatti rilevato che la disciplina dell’assicurazione è incompatibile soprattutto con «la diversa posizione dell’assicuratore verso il rischio rispetto alla posizione del *seller* nei confronti delle sopravvenienze negative della *target*»; l’assicuratore non è parte del contratto sul quale il rapporto assicurativo svolge la sua tutela, laddove invece «il *seller* controlla e gestisce la *target* per cui non è del tutto estraneo alle sue vicende», potendo, anzi, con il suo comportamento concorrere o determinare il sorgere di sopravvenienze⁴⁴.

Non è mancato anche chi ha ricostruito le *R&W* quali contratti autonomi e separati dal contratto di cessione delle partecipazioni

⁴² G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement*, cit., 183 ss.

⁴³ La tesi è sostenuta da C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi*, cit., 149 ss.; C. D’ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni*, cit., 196 ss.; C. ROMAGNOLI, *Cessione di partecipazioni nelle società di capitali: annotazioni sulla tutela dell’acquirente*, in *Giur. Comm.*, 1993, II, 440 ss.; M. SPERANZIN, *Vendita delle partecipazioni di controllo*, cit., 125 s.; A. TINA, *Il contratto di acquisizione*, cit., 321 ss.

⁴⁴ In tal senso, G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement*, cit., 187, il quale rileva, peraltro, che nel diritto italiano il contratto di assicurazione può essere stipulato solo con un’impresa di assicurazione «perché solo essa è in grado di ripartire il rischio».

sociali⁴⁵, alla quale si è contestata una evidente debolezza sul piano funzionale⁴⁶.

Per molto tempo la giurisprudenza ha qualificato tali pattuizioni quali promesse di qualità *ex art.* 1497 c.c., con conseguente applicazione dei ristretti termini di decadenza (otto giorni dalla scoperta) e di prescrizione (un anno dalla consegna) previsti dall'art. 1495 c.c.⁴⁷

Più di recente, invece, la Suprema Corte, muovendo ancora una volta dall'assunto che nell'ipotesi di cessione di azioni o di quote di società, oggetto della vendita siano le partecipazioni sociali e non i beni costituenti il patrimonio sociale, ha ritenuto che «le clausole in esame non concernono l'inadempimento o l'inesatto adempimento dell'obbligazione di trasferimento delle quote sociali che forma oggetto del contratto di vendita»; ciò in quanto, prosegue la Corte, se è vero che «con le clausole di garanzia, il venditore si obbliga a indennizzare il compratore, ove la consistenza patrimoniale si riveli diversa da quella considerata dalle parti con il contratto di cessione [...] la consistenza patrimoniale della società garantita non integra qualità promessa dei beni venduti (le partecipazioni sociali), tenuto conto che, ai sensi dell'art. 1497 c.c., tali sono quelle che attengono alla struttura materiale, alla funzionalità o anche alla mancanza di attributi giuridici della cosa venduta»⁴⁸. Con le clausole in esame, conclude la Corte, «le parti, al fine di assicurare che il prezzo pattuito corrisponda al valore della società di cui siano trasferite le quote di partecipazione, prevedono prestazioni accessorie al trasferimento del diritto oggetto del contratto

⁴⁵ G. SBISÀ, *Della società per azioni*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 1997, 301

⁴⁶ Cfr., C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi*, cit., 157 s.; G. SALATINO, "Patto di garanzia", cit., 904.

⁴⁷ In dottrina, S. EREDE, *Durata delle garanzie e conseguenze della violazione*, in *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, a cura di F. Bonelli e M. De Andrè, Milano, 1990, 200.

⁴⁸ Cass., 24 luglio 2014, n. 16963, cit., che precisa altresì che la «previsione di ristretti termini di decadenza e di prescrizione (che decorre dalla consegna) risponde, invero, all'esigenza di assicurare la pronta contestazione di inesattezze nella prestazione del venditore, che la prolungata inerzia del compratore potrebbe far ritenere tollerate. Evidentemente la norma postula che si tratti di inesattezze del bene che, per loro natura, si manifestano in un ragionevole lasso di tempo e dei quali il compratore quindi si presume possa rendersi conto in tale arco temporale».

che sono volte a garantire l'esito economico dell'operazione». Non avendo, pertanto, tali pattuizioni a oggetto le qualità del bene oggetto della compravendita (le azioni), non possono trovare applicazione i termini di prescrizione di cui art. 1497 e 1495 c.c., laddove invece il termine di prescrizione deve intendersi quello ordinario decennale⁴⁹. La tesi della Corte di legittimità si lascia apprezzare per aver valutato correttamente la rilevanza delle *misrepresentation* e delle relative assunzioni di garanzia sul piano dell'attuazione del sinallagma funzionale, potendo così «giustificatamente parlarsi di inadempimento del venditore alla luce dei doveri di correttezza e buona fede, postulando le azioni trasferite la possibilità dell'attività della società di cui i soci sono partecipi»⁵⁰.

La ricostruzione si pone sulla scia di un'autorevole analisi del problema da parte della dottrina che ha valutato la violazione delle *R&W* sul piano dell'inadempimento della prestazione oggetto dell'obbligazione contrattuale, non soggetto, pertanto, ai ristretti termini di cui all'art. 1495 c.c.⁵¹

Sotto diversa prospettiva si è ritenuto di valutare tali pattuizioni quale «meccanismo di assunzione e di allocazione dei rischi»: sì che, ragionando in termini di inadempimento, il venditore, per un verso, «promette che non si verificherà la tal sopravvenienza negativa, per altro verso promette che risarcirà l'acquirente se si dovesse invece verificare», laddove, ragionando in termini di allocazione del rischio, «il venditore non promette nulla», ma «si impegna piuttosto a tenere indenne l'acquirente nel caso in cui determinati rischi si verifichino»⁵².

7. (segue): le clausole di 'indennizzo' (indemnity clauses) e le clausole di *aggiustamento del prezzo* (adjustment price clauses).

Acquisite le dichiarazioni di rappresentazione e garanzia, le parti devono adeguatamente regolare le conseguenze di una

⁴⁹ Cass., 24 luglio 2014, n. 16963, cit.

⁵⁰ Cass., 24 luglio 2014, n. 16963, cit.

⁵¹ F. BONELLI, *Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento XXX*, 29 ss.; in tal senso, già, C.M. BIANCA, *La vendita e la permuta*, cit., 217; v., pure, G. IORIO, *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006, 150.

⁵² G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement*, cit., 185 s.

misrepresentation di quanto in esse portato prevedendo meccanismi compensativi/risarcitori, attraverso un'attenta predisposizione di *indemnity clauses*.

Nella segnata prospettiva dell'interesse alla conservazione del rapporto, il ricorso alle *indemnity clauses* rappresenta il *sole remedy* che il cessionario si riserva quale ristoro dei danni subiti per una errata rappresentazione della realtà, per come portata dalla documentazione contabile e descritta nelle *representations*.

La *ratio* di tali previsioni è quella di ripristinare gli equilibri contrattuali alterati dalle inesatte 'rappresentazioni' rilasciate dal cedente, ovvero dovuti a sopravvenute alterazioni della situazione patrimoniale della società *target* per come rappresentata nel contratto.

Nella sua veste più semplice, il venditore si impegna a risarcire e tenere indenne e manlevato l'acquirente e/o la società (laddove l'acquirente preferisca, ma in ogni caso senza duplicazione di indennizzi) in relazione a ogni danno effettivamente e direttamente subito dall'acquirente per effetto della non rispondenza al vero o della non correttezza delle dichiarazioni e garanzie rilasciate dal venditore, ovvero in relazione a ogni danno derivante dall'inadempimento a qualsiasi altra obbligazione o impegno assunti dal venditore con il contratto di cessione. Le parti sono altresì solite prevedere, in capo al cedente, l'obbligo di tenere indenne il cessionario da ogni sopravvenienza passiva che si dovesse verificare rispetto alla situazione patrimoniale e finanziaria di riferimento della società *target*, ovvero da ogni insussistenza o minusvalenza delle poste attive. A ciò segue una clausola residuale circa l'obbligo di risarcire «ogni altra perdita e danno comunque occorrente alla società, che non si sarebbero verificati se la realtà delle situazioni fosse stata conforme alle dichiarazioni contenute nelle garanzie contrattuali».

A tale dichiarazione, si diceva, segue l'accordo tra le parti a che il *remedy* portato dalla clausola di indennizzo, sostituisca «ogni altro diritto, azione, rimedio, difesa, eccezione, pretesa o mezzo di tutela spettanti all'acquirente in forza di legge»; sia, appunto, un *sole remedy*.

Determinata nel dettaglio anche la procedura da seguire per la richiesta di indennizzo, le parti disciplinano altresì le c.dd. limitazioni dello stesso. Solitamente è previsto un esonero di responsabilità del venditore per perdite causate, dopo la data del *closing*, per condotte attribuibili all'acquirente, ovvero da fatti o eventi fedelmente

rappresentati dal venditore nella sua *disclosure* e adeguatamente ed espressamente valutati dall'acquirente nel corso delle varie *due diligence*: quest'ultimo non potrà pertanto lamentare eventi pregiudizievoli che avrebbe potuto prevedere, con l'ausilio dei suoi *advisor*, alla luce della documentazione messa a disposizione dal venditore. In ogni caso il venditore pretende di essere esonerato dalle conseguenze negative che potrebbero derivare sul patrimonio e sulla gestione sociale, in conseguenza di modifiche, successive al trasferimento, delle metodologie o anche dei principi contabili, nonché da mutamenti della normativa e anche delle prassi, amministrative, fiscali e contabili delle autorità amministrative e finanziarie.

Possono anche essere previste delle clausole c.dd. *de minimis*, con le quali si esclude il diritto all'indennizzo laddove la pretesa sia inferiore ad un dato ammontare, ovvero a franchigie. Di significativo rilievo è la previsione del c.d. *cap*, ovvero di un ammontare massimo degli indennizzi in ogni caso dovuti, anche per l'ipotesi di richiesta plurime.

Le parti, come accennato, possono stabilire che il risarcimento sia dovuto dal cedente nei confronti della società *target* e non già dei soci cessionari.

Come può avvertirsi dall'analisi del complesso procedimento che porta al *closing* dell'operazione, il profilo delle sopravvenienze è certamente quello di maggiore delicatezza, ai fini della valutazione del valore dell'operazione, sia laddove tali sopravvenienze siano dovute a una non completa trasparenza del cedente nella *disclosure* dei dati, sia laddove siano dovute a eventi non dipendenti da sua colpa grave o *dolus bonus*.

Non è infatti raro che le *indemnity clauses*, che in ogni caso presentano rischi di inadempimento, vengano affiancate da ulteriori strumenti di protezione dalle conseguenze dannose delle sopravvenienze.

Le parti possono pertanto prevedere *price adjustment clauses* (clausole di aggiustamento del prezzo) non soltanto in relazione a una fisiologica valutazione più completa del patrimonio al momento del *closing* rispetto a quanto oggetto di valutazione al momento della conclusione del *Sale and Purchase Agreement*, ma anche per il caso di accertamento di sopravvenienze passive in capo alla società *target* rispetto al momento del *closing* dell'operazione.

In un recentissimo intervento, la Corte Suprema ha avuto modo di precisare il diverso ruolo svolto dalle clausole di *indemnity* rispetto alle clausole di *price adjustment* «in senso proprio»⁵³.

Queste ultime operano, si diceva, laddove la parti abbiano preferito non determinare il prezzo di cessione delle partecipazioni sociali in misura fissa e immutabile⁵⁴ ma abbiano predisposto un meccanismo negoziale strumentale alla determinazione del prezzo definitivo di cessione, «ogni qual volta quest'ultimo rappresenti l'espressione monetaria di un parametro patrimoniale (come il patrimonio netto o posizione finanziaria netta) o reddituale (come il margine operativo lordo [o] l'EBITDA⁵⁵) della società *target* (c.d. "valore rilevante"), da calcolarsi alla data del trasferimento della proprietà delle azioni e dell'adempimento delle formalità esecutive del *closing* (*closing date*)»⁵⁶.

In tal caso, seguendo l'analisi della Suprema Corte, il prezzo viene inizialmente determinato dalle parti in via provvisoria, al momento della stipulazione del contratto di cessione (*signing*), sulla base della più aggiornata possibile - rispetto alla data del *closing* - situazione patrimoniale, finanziaria e/o reddituale della società *target* (tenendo conto di una determinata data di "riferimento"); mentre il corrispettivo

⁵³ Cass., 5 aprile 2023, n. 9347, in *Nuova giur. comm.*, 2023, 1026, con nota di V. VIETRI, *La clausola di price adjustment per sopravvenienze passive facenti capo alla società target non è nulla per indeterminatezza dell'oggetto*. L'ordinanza è esaminata altresì da T. DELLA MASSARA, *Ancora in tema di responsabilità connessa alla cessione di partecipazioni sociali: in specie, sulle clausole di prezzo e sulla natura pecuniaria (e condizionata) dell'obbligazione di indemnity*, in *Resp. civ. prev.*, 2023, 1063 ss.

⁵⁴ Nel caso di specie, l'atto di cessione, che aveva stabilito un piano rateale di pagamento del prezzo, prevedeva altresì che qualora successivamente alla sottoscrizione dell'atto fossero emerse situazioni debitorie nei confronti del Ministero dell'Economia, del Ministero del Welfare, dell'Inps e dell'Inail, le società acquirenti sarebbero state autorizzate a compensare quanto dovuto come corrispettivo per la cessione delle quote con quanto la società *target* fosse stata tenuta a corrispondere per Iva, Irpef, Irpeg, Irap, Inail e Inps e ad agire in ripetizione per l'eventuale eccedenza a sfavore

⁵⁵ I due indicatori di redditività non esprimono del tutto lo stesso valore, atteso che nel margine operativo lordo non vengono computati gli accantonamenti (in quanto trattati al pari degli ammortamenti), inclusi, invece, nell'EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*).

⁵⁶ Cass., 5 aprile 2023, n. 9347, cit.

viene fissato in via definitiva, sulla base di una nuova situazione patrimoniale, finanziaria e/o reddituale della società *target* aggiornata alla data del *closing*, e quindi tale da coprire il periodo anteriore a quest'ultima data e successivo alla “data di riferimento”⁵⁷. Da ciò deriva che la «(eventuale) differenza positiva o negativa tra il “valore rilevante” della società *target* alla data di “riferimento” e quello alla data del *closing* legittima, appunto, l’“aggiustamento” (*recte* ““adeguamento”) dell’iniziale prezzo provvisorio e, quindi, la fissazione del prezzo definitivo»⁵⁸.

A differenza delle clausole di *price adjustment*, quelle di indennizzo intervengono su un piano differente. Sì che «le prime attengono alla determinazione della misura della prestazione principale e indefettibile a carico del compratore (pagamento del prezzo), sulla base degli inevitabili cambiamenti del “valore rilevante” della società *target* tra la data di “riferimento” e la data del *closing*, e i relativi “aggiustamenti” del prezzo provvisorio possono essere indifferentemente a favore del compratore o del venditore, a seconda dei risultati della gestione della società *target* nel citato periodo interinale (salvo che non sia pattiziamente previsto in concreto, come nel caso di specie, esclusivamente un adeguamento al ribasso); le seconde, viceversa, si ricollegano alla previsione di una prestazione complementare (ed eventuale) a carico del (solo) venditore (e che si aggiunge, quindi, a quella del prezzo, anche, se del caso, “aggiustato”), da eseguire in

⁵⁷ Risulta poco appassionante il dibattito sulla sussunzione in schemi noti al codice civile del complesso procedimento per gradi che porta alla definizione di un trasferimento di partecipazioni societarie. Ogni operazione di M&A ha la sua singolarità e il grado di impegno progressivo che le parti intendono accordare alle proprie intese non consente una ‘tipizzazione’ dell’operazione e delle sue regole. Tutta la documentazione contrattuale che parte dall’accordo di riservatezza sino al trasferimento reale della partecipazione sociale è frutto dell’autonomia contrattuale, e come tale deve essere valutata, nel rispetto dei principi e delle regole del diritto italiano. La ricorrenza o meno di obblighi a contrarre, giunti ad una certa fase dell’operazione, non può dipendere da una valutazione astratta, ma solo della effettiva volontà delle parti di ogni operazione. Anche la identificazione del momento traslativo della partecipazione sociale non può essere astratta dal caso concreto, tenuto conto che anche il c.d. principio consensualistico non è norma imperativa o di ordine pubblico, ma regola disponibile per le parti del negozio ad effetti reali, che possono differire gli stessi ad un momento successivo allo scambio del consenso; cfr., per tutti, F. MESSINEO, *Dottrina generale del contratto*, 1948, 379.

⁵⁸ Cass., 5 aprile 2023, n. 9347, cit.

favore del compratore solo in caso di violazione delle clausole di “garanzia convenzionale” e, quindi, di difformità tra il “valore rilevante” della società target garantito dal venditore e quello effettivo, allo scopo di ripristinare l’originario equilibrio tra le prestazioni corrispettive contrattuali principali. E ciò dopo che l’effetto traslativo si è prodotto (con l’alienazione delle azioni a carico del venditore) in esito al finale assetto pecuniario della vicenda (con il pagamento del prezzo, definitivo e non provvisorio, a carico del compratore, ancorato al “valore rilevante”))⁵⁹.

In sintesi, secondo il ragionamento della Suprema Corte, i meccanismi di “aggiustamento” del prezzo si configurano quale «meccanismo fisiologico» che riguarda la fissazione del prezzo definitivo alla data del *closing*, laddove gli obblighi di indennizzo a carico del cedente si configurano quale «meccanismo patologico» che «attiene alla reintegrazione del valore delle azioni acquistate dal compratore, così come diminuito per effetto della difformità tra il “valore rilevante” della società *target* “garantito convenzionalmente” e quello effettivo»⁶⁰.

Sia chiaro che la possibilità di rinviare la quantificazione definitiva del prezzo della cessione a un momento successivo al *closing* può soddisfare anche interessi del venditore, potendo quella quantificazione successiva essere vantaggiosa per quest’ultimo.

Si diceva, tuttavia, che le clausole di ‘aggiustamento’ del prezzo possono riguardare anche una fase successiva al trasferimento reale delle partecipazioni societarie.

8. *Il deposito del prezzo o di una sua parte in un escrow account.*

Per la realizzazione di fini di garanzia, la prassi commerciale, non solo anglosassone, ricorre alla conclusione di *escrow agreement*, in forza dei quali il denaro, titoli o documenti⁶¹ vengono consegnati a un terzo nel quale ripongono ‘fiducia’, che ha l’obbligo di conservarli e consegnarli a una determinata parte al verificarsi di prefissate circostanze. A voler utilizzare la terminologia anglosassone, si è soliti

⁵⁹ Cass., 5 aprile 2023, n. 9347, cit.

⁶⁰ Cass., 5 aprile 2023, n. 9347, cit.

⁶¹ Può trattarsi anche di atti di trasferimento ‘sigillati’.

parlare di *escrow holder*, laddove il fiduciario agisca su incarico di entrambe le parti, e di *escrow agent* ove agisca su incarico di una sola parte⁶².

Nella medesima prospettiva esaminata in relazione alle clausole di *price adjustment*, le parti possono stabilire che una parte del prezzo non venga versata al momento del *Sale and Purchase Agreement*, ma depositata in *escrow*, in modo da garantire il cedente con il vincolo impresso alla somma depositata per il caso in cui questa sia dovuta al momento del *closing*, e garantire parimenti l'acquirente, per l'ipotesi in cui tra il *signing* e il *closing* il patrimonio abbia perduto valore, sì da comportare una riduzione del prezzo⁶³. Come visto in precedenza, le parti possono anche stabilire che il prezzo finale non sia corrisposto al momento del *closing* e, pertanto, al momento del trasferimento 'reale' delle partecipazioni societarie, ma in un momento successivo (anche di anni), a tutela dell'acquirente per l'ipotesi di sopravvenienze patrimoniale negative non 'coperte' dalle *representations and warranties*. Da parte sua, l'acquirente potrà contare sul vincolo impresso alle somme già versate in *escrow* da parte dell'acquirente.

Al fine di realizzare al meglio la protezione degli interessi delle parti, si può ricorrere alla separazione in un *trust fund* degli importi generalmente versati in *escrow*, considerando sostanzialmente il *trustee* quale *escrow agent*, con il vantaggio della separazione patrimoniale⁶⁴.

⁶² Per una ricognizione, anche nella necessaria prospettiva comparatistica, v. G. PROVAGGI, *Agency Escrow*, in AA.VV., *Fiducia, Trust, Mandato e Agency*, Milano, 1991, 291 ss.; P. ZAGAMI, *L'escrow agreement negli ordinamenti di common law e nell'ordinamento italiano*, in *Trusts*, 2012, 365 s.; A. FUSARO, *La clausola di escrow account*, in *Nuova giur. comm.*, 2015, II, 566; A. AZARA, *Clausola di escrow*, in *Clausole negoziali. Profili teorici e applicativi di clausole tipiche e atipiche*, a cura di M. Confortini, II, Milano, 2019, 891 ss.; F. RIZZO MARULLO, *I contratti di escrow: vantaggi, criticità e differenze con la lettera di credito nel sistema statunitense*, in *Fiscaltà e commercio internazionale*, 2022, 7, 51 ss.; ma v. già M. LUPOI, *Trusts: A comparative study*, Cambridge, 2000, 143 ss. La dottrina anglosassone studia questi temi da quasi un secolo ormai; v. G.G. BOGERT, *Trusts and Escrows in credit conveyancing*, in *Illinois Law Review*, 1927, 655 ss.

⁶³ Cfr. A. AZARA, *Clausola di escrow*, cit., 896, il quale sottolinea che l'*escrow* consente un «corretto svolgimento dei flussi di denaro tra le parti senza far ricorso ad una costosa, lunga e, talvolta, incerta procedura esecutiva» e, in ogni caso, la riduzione del rischio di contenzioso tra le parti.

⁶⁴ Alcuni studiosi hanno ritenuto di inquadrare l'*escrow agreement* «nel più ampio istituto del *trust*», così P. ZAGAMI, *L'escrow agreement*, cit. 366; sul punto v. pure le

Il *trustee*, che generalmente ha poteri di mero depositario, deposita in un *escrow account* i beni a lui consegnati, al fine di garantire il beneficiario sulla base di quanto previsto dall'*escrow agreement*. Il ricorso a forme di deposito irregolare, ovvero al negozio di mandato, se pure in grado di realizzare gli interessi delle parti, non produce alcuna segregazione patrimoniale della somma depositata, con le note conseguenze sul piano della tutela delle parti, che si sposterebbe su quella meramente risarcitoria⁶⁵.

9. Le polizze assicurative di garanzia e indennizzo.

È sempre più diffusa, sia nella prassi internazionale che in quella domestica, il ricorso ad un differente metodo di copertura del rischio di sopravvenienze mercè il ricorso a una *Warranty and Indemnity Insurance (W&I)*, generalmente preceduta da una procedura competitiva, con la quale il potenziale cedente valuta la scelta del cessionario anche in relazione alla volontà di questi di non 'scaricare' le sopravvenienze negative sul cedente.

Il cedente – laddove non le abbia stipulate direttamente - pone, infatti, quale requisito essenziale per l'accesso alla trattativa, la stipula da parte del pretendente acquirente, a proprie spese, di una polizza assicurativa di garanzia e indennizzo da valere quale unica fonte di copertura del rischio derivante dalla violazione delle rappresentazioni e garanzie assunte dal cedente in sede di *Sale and Purchase Agreement*, ovvero quale unica fonte di risarcimento per le perdite eccedenti il massimale di responsabilità previsto quale conseguenza della violazione da parte del cedente di una qualsiasi delle garanzie generali.

Occorre tuttavia sottolineare che, con Regolamento n. 29 del 16 marzo 2009, l'ISVAP ha disposto 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» (art. 4, comma 2).

analisi di U. MORELLO, *Fiducia e trust, due esperienze a confronto* in AA.VV., *Fiducia, Trust*, cit. 66 ss.

⁶⁵ V., sul punto, l'indagine di R. LENZI, *Deposito fiduciario e funzione di garanzia*, in *Riv. dir. priv.*, 2016, 95 ss. e quella precedente di M. GORGONI, *Deposito in funzione di garanzia*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, Roma, agg. 2007, 1 ss.

Successivamente l'IVASS, nell'ambito di una FAQ, ha precisato che, ferma l'operatività generale del divieto di cui sopra «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; ovvero se 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.

Si è in presenza, all'evidenza, di polizze assicurative con clausola *claims made*, in quanto «la copertura assicurativa viene ad operare non “in relazione a tutte le condotte, generatrici di domande risarcitorie, insorte nell'arco temporale di operatività del contratto, quale che sia il momento in cui la richiesta di danni venga avanzata” (modello c.d. *loss occurrence* o *act committed*), bensì in ragione della circostanza che nel periodo di vigenza della polizza intervenga la richiesta di risarcimento da parte del terzo danneggiato (il c.d. *claim*) e che tale richiesta sia inoltrata dall'assicurato al proprio assicuratore»⁶⁶. È infatti connaturato

⁶⁶ Cass., Sez. un., 24 settembre 2018, n. 22437, in *Contratti*, 2018, 639, con nota di U. CARNEVALI, *La clausola “claims made” e le Sezioni Unite: “bis in idem”*; come nota nella pronuncia citata la Suprema Corte ha ritenuto che «la *claims made*, “nella parte in cui esclude il diritto dell'assicurato all'indennizzo quando la richiesta di risarcimento gli pervenga dal terzo dopo la scadenza del contratto”, è immeritevole [...], in quanto: 1) procura all'assicuratore un ingiusto vantaggio senza contropartita, poiché esclude dalla copertura i sinistri verificatisi in prossimità della scadenza della polizza e che verosimilmente verranno denunciati all'assicurato dopo la scadenza, determinando così uno iato tra il tempo per il quale è stata stipulata l'assicurazione (e pagato il premio) e il tempo nel quale può avverarsi il rischio; 2) pone l'assicurato in una posizione di soggezione rispetto al danneggiato, che può liberamente decidere il momento in cui inoltrare all'assicurato la richiesta di risarcimento, momento che potrebbe cadere dopo la scadenza della polizza [e ciò comporterebbe due conseguenze paradossali: a) l'interesse dell'assicurato a ricevere prontamente la richiesta di risarcimento, in contrasto col principio desumi[bi]le dall'art. 1904 c.c.; b) l'aporia in forza della quale l'assicurato che tace e aspetta la richiesta perde la copertura, ma se si attiva e sollecita il danneggiato, viola l'obbligo di salvataggio ex art. 1915 c.c.]; 3) se l'assicurato adempisse spontaneamente all'obbligazione risarcitoria, secondo correttezza e buona fede, mancherebbe una richiesta di risarcimento fatta dal

alle operazioni di *M&A* che emerga l'esigenza di tutela dal verificarsi di danni c.d. lungo-latenti che possono emergere a distanza di molto tempo rispetto al momento dell'accordo negoziale, nonostante il fatto generatore degli stessi sia precedente a tale accordo.

Una conferma, non solo operativa, della rilevanza della consistenza patrimoniale della società *target* nella valutazione dell'oggetto del contratto di trasferimento di partecipazioni sociali, si rinviene nella ovvia considerazione che il «danno che il compratore-assicurato subisce non è propriamente identificabile col pregiudizio direttamente e immediatamente conseguente alla *misrepresentation*, dovendosi piuttosto individuare nelle conseguenze negative riflesse sul patrimonio del compratore del danno patito dalla società, da commisurare in ragione della partecipazione percentuale del capitale rappresentato dalla partecipazione compravenduta»⁶⁷.

danneggiato e di conseguenza l'assicuratore potrebbe anche rifiutare l'indennizzo». Il Supremo Collegio ha infine ritenuto ricorrere il seguente principio di diritto: «Il modello dell'assicurazione della responsabilità civile con clausole *on claims made basis*, che è volto ad indennizzare il rischio dell'impoverimento del patrimonio dell'assicurato pur sempre a seguito di un sinistro, inteso come accadimento materiale, è partecipe del tipo dell'assicurazione contro i danni, quale deroga consentita al primo comma dell'art. 1917 c.c., non incidendo sulla funzione assicurativa il meccanismo di operatività della polizza legato alla richiesta risarcitoria del terzo danneggiato comunicata all'assicuratore. Ne consegue che, rispetto al singolo contratto di assicurazione, non si impone un *test* di meritevolezza degli interessi perseguiti dalle parti, ai sensi dell'art. 1322, secondo comma, c.c., ma la tutela invocabile dal contraente assicurato può investire, in termini di effettività, diversi piani, dalla fase che precede la conclusione del contratto sino a quella dell'attuazione del rapporto, con attivazione dei rimedi pertinenti ai profili implicati, ossia (esemplificando): responsabilità risarcitoria precontrattuale anche nel caso di contratto concluso a condizioni svantaggiose; nullità, anche parziale, del contratto per difetto di causa in concreto, con conformazione secondo le congruenti indicazioni di legge o, comunque, secondo il principio dell'adeguatezza del contratto assicurativo allo scopo pratico perseguito dai contraenti; conformazione del rapporto in caso di clausola abusiva (come quella di recesso in caso di denuncia di sinistro)».

⁶⁷ Così, C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi*, cit., 358; v. pure, S. EREDE, *I contenuti tipici dei contratti di compravendita internazionale di partecipazioni societarie: representations, indemnities, legal opinions*, in *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, a cura di U. Draetta e C. Scognamiglio, Milano, 2007, 60.