

**ASSOCIAZIONE «STUDIORUM»
in collaborazione con il
CONSIGLIO NOTARILE DI BOLZANO**

CORSO DI ALTA FORMAZIONE IN DIRITTO DEGLI AFFARI

QUINTA EDIZIONE - BOLZANO - AUTUNNO 2017

Avv. Massimo Zappalà

IL TRASFERIMENTO DI
PARTECIPAZIONI SOCIALI
(SOCIETA' DI CAPITALI)

ART. 2560 C.C.: Debiti relativi all'azienda ceduta ≤

1. L'alienante non è liberato dai debiti, inerenti all'esercizio dell'azienda ceduta anteriori al trasferimento, se non risulta che i creditori vi hanno consentito.
 2. Nel trasferimento di un'azienda commerciale risponde dei debiti suddetti anche l'acquirente dell'azienda, se essi risultano dai libri contabili obbligatori.
-

ART. 2022 C.C.: Trasferimento ≤

1. Il trasferimento del titolo nominativo si opera mediante l'annotazione del nome dell'acquirente sul titolo e nel registro dell'emittente o col rilascio di un nuovo titolo intestato al nuovo titolare. Del rilascio deve essere fatta annotazione nel registro.
 2. Colui che chiede l'intestazione del titolo a favore di un'altra persona, o il rilascio di un nuovo titolo ad essa intestato, deve provare la propria identità e la propria capacità di disporre, mediante certificazione di un notaio o di un agente di cambio. Se l'intestazione o il rilascio è richiesto dall'acquirente, questi deve esibire il titolo e dimostrare il suo diritto mediante atto autentico.
 3. Le annotazioni nel registro e sul titolo sono fatte a cura e sotto la responsabilità dell'emittente.
 4. L'emittente che esegue il trasferimento nei modi indicati dal presente articolo è esonerato da responsabilità, salvo il caso di colpa
-

ART. 1994 C.C.: Effetti del possesso in buona fede ≤

Chi ha acquistato in buona fede il possesso di un titolo di credito, in conformità delle norme che ne disciplinano la circolazione, non è soggetto a rivendicazione.

ART. 1381 C.C.: Promessa dell'obbligazione o del fatto del terzo ≤

Colui che ha promesso l'obbligazione o il fatto di un terzo è tenuto a indennizzare l'altro contraente, se il terzo rifiuta di obbligarsi o non compie il fatto promesso.

ART. 1349 C.C.: Determinazione dell'oggetto ≤

1. Se la determinazione della prestazione dedotta in contratto è deferita a un terzo e non risulta che le parti vollero rimettersi al suo mero arbitrio, il terzo deve procedere con equo apprezzamento. Se manca la determinazione del terzo o se questa è manifestamente iniqua o erronea, la determinazione è fatta dal giudice.

2. La determinazione rimessa al mero arbitrio del terzo non si può impugnare se non provando la sua mala fede. Se manca la determinazione del terzo e le parti non si accordano per sostituirlo, il contratto è nullo.

3. Nel determinare la prestazione il terzo deve tener conto anche delle condizioni generali della produzione a cui il contratto eventualmente abbia riferimento.

ART. 2469 C.C.: Trasferimento delle partecipazioni ≤

Le partecipazioni sono liberamente trasferibili per atto tra vivi e per successione a causa di morte, salvo contraria disposizione dell'atto costitutivo.

Qualora l'atto costitutivo preveda l'intrasferibilità delle partecipazioni o ne subordini il trasferimento al gradimento di organi sociali, di soci o di terzi senza prevederne condizioni e limiti, o ponga condizioni o limiti che nel caso concreto impediscono il trasferimento a causa di morte, il socio o i suoi eredi possono esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2473. In tali casi l'atto costitutivo può stabilire un termine, non superiore a due anni dalla costituzione della società o dalla sottoscrizione della partecipazione, prima del quale il recesso non può essere esercitato.

ART. 2470 C.C.: Efficacia e pubblicità ≤

1. Il trasferimento delle partecipazioni ha effetto di fronte alla società dal momento del deposito di cui al successivo comma.
2. L'atto di trasferimento, con sottoscrizione autenticata, deve essere depositato entro trenta giorni, a cura del notaio autenticante, presso l'ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale. In caso di trasferimento a causa di morte il deposito è effettuato a richiesta dell'erede o del legatario verso presentazione della documentazione richiesta per l'annotazione nel libro dei soci dei corrispondenti trasferimenti in materia di società per azioni.
3. Se la quota è alienata con successivi contratti a più persone, quella tra esse che per prima ha effettuato in buona fede l'iscrizione nel registro delle imprese è preferita alle altre, anche se il suo titolo è di data posteriore.

ART. 2471 C.C.: Espropriazione della partecipazione ≤

1. La partecipazione può formare oggetto di espropriazione. Il pignoramento si esegue mediante notificazione al debitore e alla società e successiva iscrizione nel registro delle imprese.

2. L'ordinanza del giudice che dispone la vendita della partecipazione deve essere notificata alla società a cura del creditore.

3. Se la partecipazione non è liberamente trasferibile e il creditore, il debitore e la società non si accordano sulla vendita della quota stessa, la vendita ha luogo all'incanto; ma la vendita è priva di effetto se, entro dieci giorni dall'aggiudicazione, la società presenta un altro acquirente che offra lo stesso prezzo. ≤

4. Le disposizioni del comma precedente si applicano anche in caso di fallimento di un socio.

ART. 2473 BIS C.C.: Esclusione del socio ≤

L'atto costitutivo può prevedere specifiche ipotesi di esclusione per giusta causa del socio. In tal caso si applicano le disposizioni del precedente articolo, esclusa la possibilità del rimborso della partecipazione mediante riduzione del capitale sociale

... Segue

4. Quando l'intera partecipazione appartiene ad un solo socio o muta la persona dell'unico socio, gli amministratori devono depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese una dichiarazione contenente l'indicazione del cognome e nome o della denominazione, della data e del luogo di nascita o lo Stato di costituzione, del domicilio o della sede e cittadinanza dell'unico socio.
5. Quando si costituisce o ricostituisce la pluralità dei soci, gli amministratori ne devono depositare apposita dichiarazione per l'iscrizione nel registro delle imprese.
6. L'unico socio o colui che cessa di essere tale può provvedere alla pubblicità prevista nei commi precedenti.
7. Le dichiarazioni degli amministratori previste dai precedenti quarto e quinto comma devono essere depositate entro trenta giorni dall'iscrizione nel libro dei soci e devono indicare la data di tale iscrizione

ART. 2355 C.C.: Circolazione delle azioni ≤

1. Nel caso di mancata emissione dei titoli azionari il trasferimento delle azioni ha effetto nei confronti della società dal momento dell'iscrizione nel libro dei soci.

2. Le azioni al portatore si trasferiscono con la consegna del titolo. ≤

3. Il trasferimento delle azioni nominative si opera mediante girata autenticata da un notaio o da altro soggetto secondo quanto previsto dalle leggi speciali. Il giratario che si dimostra possessore in base a una serie continua di girate ha diritto di ottenere l'annotazione del trasferimento nel libro dei soci, ed è comunque legittimato ad esercitare i diritti sociali; resta salvo l'obbligo della società, previsto dalle leggi speciali, di aggiornare il libro dei soci. ≤

... Segue

4. Il trasferimento delle azioni nominative con mezzo diverso dalla girata si opera a norma dell'articolo 2022.

5. Nei casi previsti ai commi sesto e settimo dell'articolo 2354, il trasferimento si opera mediante scritturazione sui conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari; in tal caso, se le azioni sono nominative, si applica il terzo comma e la scritturazione sul conto equivale alla girata.

ART. 36. L- 133/2008: Class action. Sottoscrizione dell'atto di trasferimento di partecipazioni societarie ≤

1. Anche al fine di individuare e coordinare specifici strumenti di tutela risarcitoria collettiva, anche in forma specifica nei confronti delle pubbliche amministrazioni, all'articolo 2, comma 447, l. 244/2007, le parole «decorsi centottanta giorni» sono sostituite dalle seguenti: «decorso un anno».

1bis. L'atto di trasferimento di cui al secondo comma dell'articolo 2470 c.c. può essere sottoscritto con firma digitale, nel rispetto della normativa anche regolamentare concernente la sottoscrizione dei documenti informatici, ed è depositato, entro trenta giorni, presso l'ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione e' stabilita la sede sociale, a cura di un intermediario abilitato ai sensi dell'articolo 31, comma 2 *quater*, l. 340/2000. In tale caso, l'iscrizione del trasferimento nel libro dei soci ha luogo, su richiesta dell'alienante e dell'acquirente, dietro esibizione del titolo da cui risultino il trasferimento e l'avvenuto deposito, rilasciato dall'intermediario che vi ha provveduto ai sensi del presente comma. Resta salva la disciplina tributaria applicabile agli atti di cui al presente comma.

ART. 106 l.fall.: Cessione dei crediti, dei diritti e delle quote, delle azioni, mandato a riscuotere

1. Il curatore può cedere i crediti, compresi quelli di natura fiscale o futuri, anche se oggetto di contestazione; può altresì cedere le azioni revocatorie concorsuali, se i relativi giudizi sono già pendenti.
2. Per la vendita della quota di società a responsabilità limitata si applica l'art. 2471 del codice civile.
3. In alternativa alla cessione di cui al primo comma, il curatore può stipulare contratti di mandato per la riscossione dei crediti. ≤

ART. 107 L.FALL.: Modalità delle vendite ≤

1. Le vendite e gli altri atti di liquidazione posti in essere in esecuzione del programma di liquidazione sono effettuati dal curatore tramite procedure competitive anche avvalendosi di soggetti specializzati, sulla base di stime effettuate, salvo il caso di beni di modesto valore, da parte di operatori esperti, assicurando, con adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione degli interessati. Le vendite e gli atti di liquidazione possono prevedere che il versamento del prezzo abbia luogo ratealmente; si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni di cui agli articoli 569, terzo comma, terzo periodo, 574, primo comma, secondo periodo e 587, primo comma, secondo periodo, c.p.c. In ogni caso, al fine di assicurare la massima informazione e partecipazione degli interessati, il curatore effettua la pubblicità prevista dall'articolo 490, primo comma, del codice di procedura civile, almeno trenta giorni prima dell'inizio della procedura competitiva.
2. Il curatore può prevedere nel programma di liquidazione che le vendite dei beni mobili, immobili e mobili registrati vengano effettuate dal giudice delegato secondo le disposizioni del codice di procedura civile in quanto compatibili.

... Segue

3. Per i beni immobili e gli altri beni iscritti nei pubblici registri, prima del completamento delle operazioni di vendita, è data notizia mediante notificazione da parte del curatore, a ciascuno dei creditori ipotecari o comunque muniti di privilegio.

4. Il curatore può sospendere la vendita ove pervenga offerta irrevocabile d'acquisto migliorativa per un importo non inferiore al dieci per cento del prezzo offerto.

5. Degli esiti delle procedure, il curatore informa il giudice delegato ed il comitato dei creditori, depositando in cancelleria la relativa documentazione.

6. Se alla data di dichiarazione di fallimento sono pendenti procedure esecutive, il curatore può subentrarvi;

... Segue

7. in tale caso si applicano le disposizione del codice di procedura civile; altrimenti su istanza del curatore il giudice dell'esecuzione dichiara l'improcedibilità dell'esecuzione, salvi i casi di deroga di cui all'art. 51.

8. Con regolamento del Ministro della giustizia, da adottare ai sensi dell'art. 17, comma 3, l. 400/1988, sono stabiliti requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti specializzati e degli operatori esperti dei quali il curatore può avvalersi ai sensi del primo comma, nonché i mezzi di pubblicità e trasparenza delle operazioni di vendita

T.A.R. Campania 3116/2012 ≤

I subentranti non possono ignorare la situazione ambientale del sito in considerazione della pratica normalmente adottata in modo sistematico dalle aziende e riferibile alla c.d. *due diligence*.

Cass., sez. un., 5054/2017 ≤

Il cessionario dell'azienda è obbligato, ai sensi dell'art. 2560, comma 2, c.c., alla restituzione conseguente alla revoca fallimentare di un pagamento ricevuto dal cedente anteriormente alla cessione solo se tale debito risulti dai libri contabili obbligatori, sempre che sussista un'effettiva alterità soggettiva delle parti titolari dell'azienda (non ravvisabile, ad esempio, nelle ipotesi di trasformazione, anche eterogenea, della forma giuridica di un soggetto ed in quella di conferimento dell'azienda di un'impresa individuale in una società unipersonale) e salvo che il cessionario stesso abbia inteso assumere anche il futuro debito derivante dall'esercizio dell'azione revocatoria dei pagamenti risultanti dalla contabilità aziendale.

Cass. 17287/2013 ≤

Alla stregua della nozione enunciata dall'art. 1353 c.c., la condizione costituisce un elemento accidentale del negozio giuridico e, come tale, va distinto dagli elementi essenziali astrattamente previsti per ciascun contratto tipico dalle rispettive norme. Senonché, stante il principio generale dell'autonomia contrattuale (art. 1322 c.c.) da cui deriva il potere delle parti di determinare, liberamente ed entro i limiti imposti dalla legge, il contenuto del contratto, anche in ordine alla rilevanza attribuita all'uno piuttosto che all'altro degli elementi costitutivi della fattispecie astrattamente disciplinata, i contraenti possono validamente prevedere come evento condizionante (in senso sospensivo o risolutivo dell'efficacia) il concreto adempimento (o inadempimento) di una delle obbligazioni principali del contratto. In tale ultima ipotesi, però, deve ritenersi che, qualora insorga controversia sull'esistenza ed effettiva portata di una convenzione difforme dal modello legale, spetti alla parte che invoca a sostegno della propria tesi difensiva tale difformità, fornirne la prova inequivocabile e al giudice di merito compiere un'indagine approfondita **diretta ad accertare l'esatta volontà dei contraenti.**

Cass. 9504/2010 ≥

Qualora le parti, nell'ambito dell'autonomia privata, abbiano previsto l'inadempimento di una di esse alle obbligazioni contrattuali quale condizione risolutiva, una volta verificatosi tale inadempimento, lo stesso non può essere invocato dalla controparte quale illecito contrattuale e fonte di obbligazione risarcitoria ai sensi dell'art. 1223 c.c., trattandosi del legittimo esercizio di una potestà convenzionalmente attribuita, in quanto costituente l'evento espressamente dedotto in condizione risolutiva potestativa per concorde volontà dei contraenti.

Cass. 1321/2012 ≤

Stipulato il definitivo, il preliminare resta da esso superato e la presunzione di conformità del nuovo accordo a quello preliminare, nel silenzio del contratto definitivo, può essere vinto solo da atto scritto che provi un accordo posto in essere dalle parti contemporaneamente alla stipula del definitivo, dal quale risulti che altri obblighi o prestazioni, non indicate in rogito e contenute in preliminare rafforzino il primo.

Cass. 6402/1994

L'elemento distintivo tra contratto definitivo e contratto preliminare di vendita è dato dalla volontà delle parti, che nel contratto definitivo è rivolta direttamente al trasferimento della proprietà o di altro diritto, mentre nel contratto preliminare fa dipendere tale trasferimento da una futura manifestazione di consenso che gli stessi contraenti si obbligano a prestare. Da ciò consegue che allorché le parti, dopo aver stipulato un contratto preliminare, siano poi avvenute alla stipulazione di un contratto definitivo, quest'ultimo costituisce l'unica fonte dei diritti e delle obbligazioni inerenti al particolare negozio voluto, in quanto il contratto preliminare, determinando soltanto l'obbligo reciproco della stipulazione del contratto definitivo, resta superato da questo, la cui disciplina con riguardo alle modalità e condizioni può anche non conformarsi a quella del preliminare, senza che per ciò sia necessario un distinto accordo novativo.

Cass. 7535/2005 ≤

La clausola compromissoria non costituisce un accessorio del **contratto** nel quale è inserita, ma ha propria individualità ed autonomia nettamente distinta da quella del contratto cui accede; e che per tale ragione l'art. 808 c.p.c., prevede che possa essere stipulata anche con atto successivo al **contratto** medesimo, purché sempre per iscritto.

Cass. 8868/2014 ≤

Nel contratto per persona da nominare, il terzo designato subentra nel contratto per effetto della nomina e della sua contestuale accettazione e, quindi, acquista i diritti ed assume gli obblighi già facenti capo al contraente originario con effetto retroattivo. Ne consegue che, nel caso in cui al contratto preliminare di vendita venga apposta una clausola compromissoria, il terzo designato al momento della stipula del contratto definitivo deve essere considerato fin dall'origine unica parte contraente contrapposta al promittente venditore ed a questo legata dal rapporto costituito dallo stipulante nella sua interezza, comprensivo quindi della clausola compromissoria contenuta nel solo preliminare e che direttamente lo vincola.

Cass. 22608/2011 ≤

La clausola compromissoria costituisce un contratto autonomo ad effetti processuali, anche quando sia inserita nell'atto contenente il contratto cui ineriscono le controversie oggetto della clausola...[*omissis*]...Ne consegue che la clausola compromissoria contenuta in un preliminare di compravendita sopravvive, sebbene non riprodotta nel contratto definitivo, trattandosi di contratto autonomo avente funzione distinta dal contratto preliminare.

Trib. Torino 03.03.2015 ≤

La *due diligence* è l'attività di investigazione e approfondimento di dati e informazioni relative all'oggetto di una trattativa. Il fine di questa attività è quello di valutare la convenienza di un affare e di identificarne i rischi e le problematiche: sia per negoziare termini e condizioni del contratto, sia per predisporre adeguati strumenti di garanzia, di indennizzo o di risarcimento.

La *due diligence* richiesta al soggetto attuatore deve avere quale oggetto, almeno principale, i dati dei bilanci e delle situazioni contabili messe a disposizione dal venditore. Il mandatario è tenuto ad esaminare tali documenti con la diligenza di un operatore professionale, onde verificare, per quanto possibile, la verità e correttezza dei dati esposti (e, quindi, della situazione rappresentata dal venditore).

La *due diligence* c.d. "precontrattuale" è focalizzata sui profili salienti della negoziazione; è intrapresa dal potenziale acquirente e viene svolta in contraddittorio e con la collaborazione del venditore. I suoi esiti influiscono in modo diretto e rilevante sulla scelta di concludere l'affare e sulle sue condizioni (incluse le clausole di garanzia).

-
- **... Segue**
 - La *due diligence* c.d. “*post-stipula e pre-closing*”, viene esperita quando già sussiste un vincolo contrattuale che lega le parti, ancorché non definitivo; in questo caso l’attività di indagine è volta a verificare i dati acquisiti e ad orientare le successive trattative.
 - La *due diligence* “*post-closing*” viene esperita dopo la conclusione del contratto ed è orientata a consentire all’acquirente una più approfondita conoscenza del bene acquisito e a verificare la corrispondenza di dati o fatti a quanto garantito dal venditore.
 - L’omissione della *due diligence* può essere fonte di responsabilità contrattuale in capo al soggetto che era tenuto a svolgerla.

**IL TRASFERIMENTO DI
PARTECIPAZIONI SOCIALI
(SOCIETA' DI CAPITALI)**

LE FASI TIPICHE
DELL'OPERAZIONE DI
ACQUISITION

1. LA FASE DI *DUE*
DILIGENCE E I DOVERI DI
RISERVATEZZA

DEFINIZIONE

La *due diligence* è un'attività di indagine posta in essere essenzialmente nell'interesse dell'acquirente per verificare le caratteristiche del *target* e l'esistenza di eventuali criticità che potrebbero influire negativamente sulla bontà dell'investimento (per una definizione giurisprudenziale: [Trib. Torino 03.03.2015](#)). <

SCOPO

Attraverso tale attività si cerca di ridurre l'asimmetria informativa esistente tra cedente e cessionario.

TIPOLOGIE DI *DUE DILIGENCE*

Vi sono diverse tipologie di *due diligence*: legale, fiscale, finanziaria, ambientale, commerciale.

... Segue

Nell'ambito delle operazioni di *M&A* si distingue tra:

- ***due diligence c.d. precontrattuale e pre-acquisition due diligence:*** viene svolta prima della conclusione dell'affare, in contraddittorio e con la collaborazione del venditore. Essa è focalizzata sui profili salienti della negoziazione e i suoi esiti influiscono in modo diretto e rilevante sulla scelta di concludere l'affare e sulle sue condizioni (incluse le clausole di garanzia);
- ***due diligence c.d. post-stipula e pre-closing:*** viene compiuta quando già esiste un vincolo contrattuale tra le parti, ancorché non definitivo. Tale attività mira a verificare i dati acquisiti e a orientare le successive trattative;
- ***due diligence c.d. post-acquisition e post-closing:*** orientata, in questo caso, a consentire all'acquirente una più approfondita conoscenza del bene acquisito e a verificare la rispondenza di dati o fatti a quanto garantito dal venditore;

Cfr. Trib. Torino 03.03.2015, cit.

Si distingue, inoltre, tra:

full due diligence: comprende l'analisi di tutti i significativi problemi e aree aziendali;

limited due diligence: l'oggetto dell'indagine è limitato su richiesta del committente;

data room: invece di accedere presso i locali del *target*, viene individuato un punto di raccolta della documentazione e delle informazioni;

LA LETTERA D'INCARICO

Nella lettera d'incarico vengono specificate la natura e le modalità di svolgimento dell'incarico, la documentazione necessaria, il luogo di svolgimento dell'incarico, il tempo concesso, chi svolgerà l'incarico, il personale della società *target* che supporterà i consulenti, il compenso, il rimborso spese e quale delle parti supporterà tali costi, la redazione di un report finale.

OGGETTO DELLA *DUE DILIGENCE* LEGALE

La raccolta di informazioni è finalizzata a conoscere tutti gli aspetti del *target*, tra cui:

- struttura e organizzazione;
 - *business*;
 - contratti e rapporti giuridici che facciano sorgere obblighi o diritti in capo al *target*;
 - beni mobili e immobili e relative caratteristiche;
 - proprietà intellettuali e industriali;
 - aspetti giuslavoristici, salute e sicurezza dei lavoratori sui luoghi di lavoro e rischio di incidenti rilevanti;
 - rapporti finanziari e garanzie;
 - rispetto delle leggi in materia *antitrust* e concorrenza;
 - contenzioso legale;
 - concessioni, autorizzazioni e licenze;
 - situazione ambientale e rapporti con la PA;
 - rispetto delle norme in materia di *privacy*;
-

LE FASI

Tradizionalmente l'attività di *due diligence* è divisa in tre fasi:

1. fase preliminare: predisposizione di una *check list*;
 2. fase operativa: analisi della documentazione e raccolta delle informazioni presso il *target* ovvero la *data room*;
 3. fase di *back office*: redazione del *report*;
-

LA RISERVATEZZA NELLA *DUE DILIGENCE*

In tale fase, venditore e acquirente sono portatori di interessi, almeno in parte, contrastanti, perché il primo ha interesse a proteggere la riservatezza dei dati, in modo da evitare che il potenziale acquirente, ritiratosi dalle trattative, possa utilizzare le informazioni ottenute contro il *target* stesso; l'acquirente, viceversa, ha interesse ad acquisire quante più informazioni possibili per valutare la bontà dell'affare.

La tutela degli opposti interessi viene realizzata attraverso la stipulazione di patti di riservatezza (*confidentiality agreement*), sottoscritti dalle parti, di norma, all'inizio delle trattative.

IL CONTENUTO DEI *CONFIDENTIALITY AGREEMENT*

Tali accordi regolano i comportamenti che le parti devono tenere nel corso delle trattative, stabilendo l'**obbligo dell'acquirente** di:

- non divulgare le informazioni che gli verranno messe a disposizione dal potenziale venditore;
 - utilizzare tali informazioni esclusivamente in funzione della valutazione sull'opportunità dell'acquisizione e nell'ambito della trattativa;
-

... Segue

Di regola, i *confidentiality agreement* contengono le seguenti previsioni:

- individuazione precisa dell'oggetto e dei soggetti abilitati a trattare le informazioni;
 - limitazione temporale della fase di raccolta delle informazioni;
 - sopravvivenza degli obblighi di riservatezza dopo la cessazione dell'efficacia del patto;
 - garanzia del rispetto della normativa dettata in materia di *privacy*;
 - eventuali limitazioni o esclusioni del divieto di divulgazione,
 - clausola penale;
 - obblighi di restituzione della documentazione o di distruzione delle informazioni scambiate nel caso in cui la trattativa non vada a buon fine.
-

Per quanto concerne, invece, **l'obbligo di riservatezza a carico del soggetto incaricato di svolgere l'attività di *due diligence***, il venditore può tutelarsi in diversi modi:

- facendo sottoscrivere all'incaricato lo stesso l'impegno di riservatezza sottoscritto dall'acquirente;
- stipulando direttamente con l'incaricato un altro accordo di riservatezza;

IL REGOLAMENTO DI *DATA ROOM*

Vista la delicatezza dell'operazione, spesso il venditore predispone un Regolamento di *data room*, in cui sono specificate le regole per accesso ai dati e per il loro utilizzo.

Tale regolamento viene, di regola, fatto sottoscrivere all'acquirente e all'incaricato, che si impegnano, anche per conto dei soci, dipendenti, consulenti e per tutti coloro che abbiano accesso ai dati.

LA CONDOTTA DELLE PARTI DURANTE LE TRATTATIVE E I RAPPORTI CON LA *DUE DILIGENCE*

La legge non appresta una specifica disciplina in materia, conseguentemente, il quadro normativo a cui fare riferimento è quello costituito dagli artt. 1337 – 1338 c.c., che disciplinano la responsabilità precontrattuale.

Non vi sono dubbi sul fatto che le norme richiamate impongano alle parti una serie di obblighi standardizzati di riservatezza, di informare, di non ingannare, di non abusare del proprio diritto, di non recedere violando l'altrui legittimo affidamento.

Tuttavia, nel contesto dell'attività di *due diligence* si pone, in particolare, il problema di stabilire quale estensione assuma in concreto l'obbligo di informare.

... Segue

Se è pacifico che il cedente non possa fornire informazioni false o adottare artifici e raggiri idonei a incidere sul consenso prestato dal cessionario, è discussa la possibilità di affermare la sussistenza in capo alle parti di un obbligo generalizzato di reciproca informazione.

D'altra parte bisogna considerare che, se l'attività di *due diligence* non è un obbligo del cessionario, ciò nondimeno il suo mancato espletamento o lo svolgimento di una *due diligence* insufficiente possano rilevare ai fini di configurare un comportamento non diligente in capo al cessionario ([T.A.R. Campania 3116/2012](#)). ≤

**LA RESPONSABILITÀ DEL SOGGETTO INCARICATO DI ESEGUIRE
LA DUE DILIGENCE.**

Si tratta di una responsabilità di tipo contrattuale (*cf.* Trib. Torino, 03.03.2015, cit.), posto che trae origine dal contratto d'opera intellettuale (art. 2229 c.c.), la quale andrà valutata alla stregua del parametro di diligenza *ex* artt. 1176, comma 2, e 2236 c.c.

Tale responsabilità potrebbe non sussistere, ove non siano stati consegnati all'incaricato tutti i documenti richiesti, purché tale circostanza sia stata prontamente riferita al committente.

**ALCUNI SPUNTI DI RIFLESSIONE TRATTI DA UN RECENTE CASO
GIURISPRUDENZIALE.**

L'art. 2560, comma 2, c.c. stabilisce che dei debiti inerenti all'esercizio dell'impresa anteriori al trasferimento risponda anche l'acquirente dell'azienda ove essi risultino dai libri contabili obbligatori.

In una recente sentenza le Sezioni Unite - nel ribadire che l'art. 2560 c.c. ha natura eccezionale, sicché la conoscenza dei debiti deve risultare dalle scritture contabili obbligatorie, non potendo essere surrogata dalla prova che l'acquirente abbia ricavato la conoscenza del debito *aliunde* - non escludono a priori che possano essere opponibili al cessionario dell'azienda quei debiti che, per i loro caratteri, non rientrerebbero nella disciplina dell'art. 2560, comma 2, c.c. (Cass., sez. un., 5054/2017) ≤ ≥

... Segue

La Suprema Corte ha ritenuto possibile che il cessionario sia chiamato a rispondere anche di un'obbligazione futura, ove ciò sia stato oggetto di specifica pattuizione tra le parti al momento del trasferimento dell'azienda.

In tal guisa, il cessionario, mediante accollo, potrebbe assumere:

- i debiti antecedenti alle cessione dell'azienda che non risultino dalle scritture contabili obbligatorie;
- i debiti sorti successivamente al trasferimento dell'azienda;
- i debiti contratti dal cedente anche se non inerenti alla gestione dell'impresa;

Nel caso in esame, secondo gli Ermellini, le parti avrebbero inteso trasferire nell'azienda la totalità dei rapporti attivi e passivi rientranti nell'*universitas iuris* aziendale, compresi i debiti futuri (*“considerata nella complessità dei beni che della stessa fanno parte, materiali e immateriali, nessuno escluso o eccettuato”*).

... Segue

Alla luce di tale giurisprudenza, è, dunque, necessario prestare estrema attenzione a come si scrivono le clausole dell'atto di cessione.



Qual è il ruolo della *due diligence* in un simile contesto?

LA RESPONSABILITÀ DELL'ORGANO GESTORIO NEL FORNIRE LE INFORMAZIONI UTILI ALL'ATTIVITÀ DI *DUE DILIGENCE*

Al fine di espletare l'attività di *due diligence* il soggetto incaricato deve essere in possesso di tutte quelle informazioni e documenti utili allo svolgimento dell'incarico affidatogli.

Di queste informazioni:

- alcune possono essere reperite presso i pubblici registri;
- altre necessitano della collaborazione del venditore e, per esso, degli amministratori della società *target* che devono mettere a disposizione dell'acquirente la documentazione richiesta. Per questa via gli amministratori vengono coinvolti nell'operazione di trasferimento di partecipazioni sociali.

E' doverosa la collaborazione degli amministratori in relazione alla trasmissione delle informazioni societarie richieste dal compratore e non consultabili nei pubblici registri?

Innanzitutto, è utile premettere che non vi sono ragioni che impediscano agli amministratori di fornire informazioni utili all'espletamento della *due diligence* al soggetto incaricato, infatti:

- non sussiste alcuna norma che impedisca agli amministratori di fornire a terzi informazioni che non siano riservate;
- la dazione di nozioni riservate è punita se il soggetto che le fornisce o colui che le riceve o un terzo le utilizzino al fine di trarne profitto;

Tuttavia, nel nostro caso le informazioni date dagli amministratori dovrebbero essere fornite al solo ed esclusivo fine di consentire all'acquirente una migliore valutazione circa la convenienza dell'affare.

Il problema sorge, dunque, non in merito alla facoltà o meno degli amministratori di fornire informazioni all'incaricato di svolgere la *due diligence* in vista di un'operazione di trasferimento di partecipazioni, bensì in merito al dovere degli stessi di rifiutare la **trasmissione delle informazioni richieste** senza incorrere in responsabilità di sorta.

In dottrina si registrano diverse opinioni:

- secondo alcuni tale attività sarebbe doverosa;
- altri hanno evidenziato come il nostro ordinamento giuridico non preveda alcun obbligo di questo tipo in capo agli amministratori e, inoltre, nel caso in cui la rivelazione potesse in qualche modo nuocere alla società o, comunque, rivelarsi contraria all'interesse sociale, gli amministratori avrebbero l'obbligo di astenersi dal fornire informazioni a terzi;

... Segue

Prima di fornire le informazioni richieste, gli amministratori dovrebbero valutare i potenziali rischi connessi alla dazione di informazioni societarie non pubbliche con riferimento all'interesse sociale anche in presenza di accordi di *confidentiality* stipulati tra il socio che intende cedere la sua partecipazione e il possibile compratore, poiché la presenza di clausole penali in tale accordi potrebbe non essere sufficiente a coprire tutti i danni subiti dalla società, con conseguente obbligo di risarcimento in danno degli amministratori.

2. IL PRELIMINARE E LA GESTIONE INTERINALE

A) IL PRELIMINARE

Le parti, a seguito del buon esito delle trattative - durante le quali ci può essere redazione di documenti preparatori, quali minute e lettere d'intenti -, procederanno alla stipula del contratto, soggetta a una serie di *conditions precedent* e seguita dal c.d. *closig*, cioè da un'attività per mezzo della quale le parti procedono alla formale e definitiva intestazione delle partecipazioni sociali.

Accanto a tale *modus procedendi*, vi è anche quello alternativo della stipulazione di un contratto preliminare, seguito dalla stipula di un contratto definitivo.

L'effetto giuridico che consegue a tale scelta è molto diverso, posto che il contratto preliminare, a differenza della lettera d'intenti, obbliga le parti a prestare il consenso per la stipulazione del definitivo.

Poiché il contratto preliminare tende a essere molto analitico, in concreto, può porsi il problema di **verificare se le parti abbiano, in realtà, inteso stipulare un contratto già definitivo.**

Si tratta evidentemente di una quaestio voluntatis da risolversi *ex artt. 1362 ss. c.c.* L'aspetto del contenuto dell'accordo, seppur indispensabile, servirà solo come punto di partenza per verificare:

- se l'accordo contenga gli elementi essenziali perché possa parlarsi di definitivo;
 - se le parti abbiano avuto l'intenzione di concludere un definitivo oppure se abbiano inteso riservarsi la possibilità di meglio specificare l'accordo o di non concluderlo, ove vengano meno determinati presupposti;
-

LA MANCATA RIPRODUZIONE NEL CONTRATTO DEFINITIVO DI UNA O PIÙ CLAUSOLE PREVISTE NEL PRELIMINARE

La soluzione dipende dalla **natura giuridica** che si attribuisce al contratto preliminare:

- se si considera il preliminare un **negozio giuridico autonomo** rispetto al contratto definitivo, le parti, nell'esercizio della loro autonomia, potranno non inserire nel definitivo alcune delle clausole presenti nel preliminare;
- se si considera il definitivo un **mero atto di adempimento del preliminare**, le clausole presenti nel primo non potranno che formare il contenuto anche del secondo;

La giurisprudenza prevalente ritiene che il contratto preliminare risulti superato dal definitivo, che diviene l'unica fonte di diritti e obblighi ([Cass. 1321/2012](#); [Cass. 6402/1994](#)). ≤

In dottrina, tuttavia, non è mancato chi ha ritenuto che sia, invece, necessario indagare caso per caso la volontà delle parti

... Segue

Per evitare simili incertezze le parti possono inserire nel definitivo:

- la **c.d. *survival clause***: patto con cui si stabilisce che le clausole contenute nel preliminare saranno valide ed efficaci anche dopo la stipulazione del contratto definitivo;
 - o, viceversa, la ***entire agreement clause***: con tale clausola le parti pattuiscono che il contratto, gli allegati e i documenti costituiranno l'unica fonte delle loro obbligazioni e che l'accordo sostituirà tutti i precedenti accordi e le dichiarazioni formulate sia per iscritto sia oralmente. Bisogna però tener conto del fatto che tale clausola deve ritenersi valida solo se interpretata nel senso che il contratto sia novativo rispetto ai precedenti accordi, che verrebbero estinti, poiché, in linea di principio, le regole di cui sull'interpretazione dei contratti, per il diritto italiano, non sono a disposizione delle parti.
-

... **Segue**

Quanto sopra osservato può applicarsi anche all'eventuale **clausola compromissoria**?

Va ricordato che vige il **principio della c.d. autonomia della clausola arbitrale**, secondo cui la stessa costituisce patto autonomo rispetto al contratto a cui fa riferimento ed essa può essere prevista anche in un atto separato e distinto stipulato precedentemente o successivamente alla conclusione dell'accordo ([Cass. 7535/2005](#); [Cass. 8868/2014](#)). ≤ ≥

La clausola compromissoria, in quanto contratto autonomo a effetti processuali e non patto o elemento accessorio del contratto ([Cass. 22608/2011](#)), conserva la sua validità ed efficacia anche se non riprodotta nel contratto definitivo. ≤

B) LA GESTIONE INTERINALE

Un problema particolarmente sentito è quello relativo all'amministrazione della società *target* nel periodo intercorrente tra la sottoscrizione del contratto e il *closing*, soprattutto in caso di acquisto totalitario.

Indipendentemente dalla previsione di clausole volte a disciplinare questo momento, le parti sono tenute a comportarsi **secondo buona fede**, secondo quanto previsto dagli artt. 1175 (*comportamento secondo correttezza*), 1375 (*esecuzione di buona fede*), 1358 (*comportamento delle parti nello stato di pendenza*) c.c.

LE CLAUSOLE DI GESTIONE INTERINALE

Tali clausole impongono al venditore di tenere certi comportamenti. Si distingue, infatti tra:

- *affirmative covenants*, obblighi di tenere determinate condotte;
- *negative covenants*, obblighi di non compiere determinate azioni;

Esistono anche *pre-closing covenants*, in forza dei quali ciascuna parte si obbliga a comunicare all'altra ogni evento che può rendere imprecisa, inaccurata, invalida una delle clausole rese e comunque ogni situazione che può incidere negativamente sulle stesse.

ESEMPI DI *NEGATIVE COVENANTS*

Clausola con cui il venditore, nel periodo tra il *signing* e il *closing*, si impegna a:

- non assumere obbligazioni di garanzia a favore di terzi;
 - non costituire vincoli sulle azioni o sulle quote sociali;
 - non alienare o far alienare cespiti aziendali o anche solo di sottoporli o farli sottoporre a vincoli;
 - non effettuare acquisti o assumere obbligazioni per qualsiasi titolo nei confronti di chicchessia per un importo superiore a quello indicato nel contratto,
 - non porre in essere iniziative idonee ad alterare la capacità dell'impresa di produrre ricchezza o a intaccare l'avviamento e l'accreditamento di cui essa gode verso i clienti, fornitori e ceto creditorio;
-

... Segue

- non assumere o licenziare dipendenti ovvero modificarne le mansioni e le qualifiche a cui appartengono;
- non accettare transazioni sul contenzioso in essere senza coinvolgere nella decisione il cessionari;

Conseguenze dell'inadempimento: può condizionare negativamente, fino a impedire il *closing* (risoluzione per inadempimento dell'eventuale contratto preliminare), nonché esporre il cedente alle conseguenze che il contratto pone espressamente a suo carico, ad esempio, a titolo di penale.

ESEMPI DI *AFFIRMATIVE COVENANTS*

Clausola con cui il venditore, nel periodo tra il *signing* e il *closing*, si impegna:

- a condurre la società limitandosi al compimento di atti di gestione ordinaria, comunicando all'acquirente la necessità di atti di gestione straordinaria;
 - mantenere inalterati i rapporti contrattuali in essere;
 - mantenere i beni in buone condizioni;
 - confermarsi e rispettare tutte le leggi vigenti;
 - provvedere al pagamento di tutte le imposte previste per legge;
 - informare il compratore di tutte le attività inerenti gli *assets* aziendali;
-

... Segue

Nonché le clausole con cui il venditore si impegna ad acquisire:

- il DURC;
- una dichiarazione degli istituti di credito sulla inesistenza di obblighi fideiussori in favore di terzi;
- la dichiarazione dell'Agenzia delle Entrate sull'esposizione tributaria;
- l'impegno del locatore al rinnovo del contratto d'affitto dei locali in cui è gerita l'impresa;
- la richiesta di autorizzazione all'Autorità *Antitrust*;
- la rinuncia all'esercizio della prelazione da parte degli altri soci ovvero a ottenere il *placet* preventivo, eventualmente previsto dallo Statuto;

... Segue

- l'autorizzazione del creditore pignoratizio;
- ottenere la delibera di aumento del capitale sociale con conseguente rinuncia al diritto di opzione da parte degli altri soci;

Conseguenze dell'inadempimento: può condizionare negativamente, fino a impedire il *closing* (risoluzione per inadempimento dell'eventuale contratto preliminare), nonché esporre il cedente alle conseguenze che il contratto pone espressamente a suo carico, ad esempio, a titolo di penale. Ove il cedente si impegni per il fatto del terzo, troverà applicazione la disciplina [dell'art. 1381 c.c.](#) <

Frequente è la previsione di clausole che consentano al compratore di risolvere il contratto in caso di inadempimento dei *covenants*.

Queste clausole possono distinguersi in:

- **clausole di rappresentazione**, con le quali il cedente garantisce la consistenza quantitativa e qualitativa della società;
- **clausole di amministrazione** che contengono promesse circa l'amministrazione della società o il funzionamento dei suoi organi.

L'inadempimento di dette clausole può essere dedotto come causa di risoluzione del contratto o riduzione del prezzo (*without any duplication*) o applicazioni di penali ovvero indennizzi.

Al fine di garantire una gestione interinale della società che soddisfi le aspettative del compratore e che salvaguardi il valore del *target* fino al momento del *closing*, il compratore può tutelarsi anche ottenendo la **nomina di uno o più amministratori**.

3. IL *CLOSING*

IL *CLOSING*

E' la fase finale di un contratto di trasferimento di partecipazioni sociali con le parti che si impegnano a una certa data (*closing date*) a compiere determinati atti: il venditore procede al trasferimento effettivo della partecipazione ceduta e il compratore provvede al pagamento del prezzo pattuito ed entrambe danno esecuzione alle obbligazioni necessarie per portare a termine l'operazione.

Per arrivare alla fase finale del contratto di trasferimento di partecipazioni sociali, si prevede una tempistica che le parti sono tenute a rispettare eseguendo degli adempimenti che a loro competono nel rispetto delle date previste nella c.d. *closing agenda*.

Al momento del *closing* si procederà, quindi, alla verifica della sussistenza delle *closing conditions*.

NATURA DEL CONTRATTO DI TRASFERIMENTO DI PARTECIPAZIONI SOCIALI

- Secondo alcuni poiché il diritto italiano è improntato al principio del consenso traslativo, la proprietà delle partecipazioni si trasferirebbe *ex art. 1376 c.c.* per effetto del consenso legittimamente manifestato tra le parti (**contratto consensuale**). Il *closing* si riferirebbe, dunque, alla **fase di esecuzione del contratto**, disciplinando sia la consegna delle partecipazioni sia il pagamento del prezzo.
- Altri hanno sostenuto che la proprietà si trasferirebbe con la materiale dazione del titolo accompagnato dalla girata.

LE CLOSING CONDITIONS

Variano a seconda del tipo di società che si intende acquistare e dal tipo di operazione. Tra le *conditions* più frequenti si annoverano:

- le *representations and warranties* fornite dal venditore si sono rivelate corrette, potendo, in caso contrario, il compratore avvalersi della *bring down clause* (*Bring down provision is a covenant seen in contracts to the effect that all of a party's representations and warranties were true when the contract was executed and will be true on the closing date*)
- il venditore ha rispettato tutti i *covenants* assunti;
- i componenti dell'organo amministrativo e di controllo hanno rassegnato le proprie dimissioni;
- è stata ottenuta l'autorizzazione o l'approvazione dei competenti organi sociali;
- il compratore ha ottenuto il finanziamento necessario per poter acquistare la partecipazione;

.. Segue

La dottrina e la giurisprudenza si sono chieste se le obbligazioni principali del contratto (pagamento del prezzo e consegna dei titoli o girata) possano essere dedotti quale elemento condizionante l'efficacia del contratto.

In giurisprudenza è prevalso l'orientamento secondo il quale è possibile dedurre in condizione l'adempimento ([Cass. 17287/2013](#); [Cass. 9504/2010](#)).

≤ ≥

LA CIRCOLAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI SOCIALI

Vi sono diverse tecniche di circolazione e di legittimazione a seconda della rappresentazione delle partecipazioni sociali (cartolarizzate, non cartolarizzate, dematerializzate) e del tipo di società.

- **Azioni non emesse:** in caso di emissione di titoli, il trasferimento ha effetto nei confronti della società dal momento dell'iscrizione nel libro soci ([art. 2355, comma 1, c.c.](#)). Anche nei confronti dei terzi prevale l'orientamento che considera la cessione opponibile al momento dell'iscrizione nel libro soci. ≤
-

-
- **titoli azionari cartacei:** se sono al portatore si trasferiscono con la consegna del titolo ([art. 2355, comma 2, c.c.](#)) ≤; mentre se sono nominative il trasferimento avviene mediante girata autenticata da un notaio o da altro soggetto autorizzato ([art. 2355, comma 3, c.c.](#)). Il giratario che si dimostra possessore in base a una serie continua di girate ha diritto a ottenere l'annotazione del trasferimento nel libro soci. Si ritiene applicabile [l'art. 1994 c.c.](#) che fa salvi gli effetti del possesso in buona fede. Il trasferimento può avvenire anche mediante *transfert* (art. 2022 c.c.). ≤ ≥ ≤
-

-
- **azioni dematerializzate:** il trasferimento avviene attraverso la scritturazione sui conti designati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari.
-

IL TRASFERIMENTO DI QUOTE DI SRL

Gli atti di trasferimento di quote di Srl devono essere effettuati nella forma della scrittura privata autenticata (da un notaio o da un dottore commercialista) e per essere efficaci nei confronti della società devono essere depositati per l'iscrizione presso il registro delle imprese.

In alternativa il trasferimento di quote di Srl può essere effettuato con sottoscrizione digitale di un atto informatico tramite intermediario abilitato secondo quanto previsto [dall'art. 36, comma 1 bis, l. 133/2008](#). <

L'atto deve poi essere iscritto nel registro delle imprese e, in caso di conflitto tra più acquirenti dal medesimo dante causa, è preferito colui che ha trascritto per primo il proprio acquisto nel registro delle imprese e sia in buona fede.

IL PREZZO E LE CLAUSOLE DI AGGIUSTAMENTO DEL PREZZO

In una vendita di partecipazione sociale determinare il prezzo d'acquisto è operazione particolarmente difficile posto che la relativa quantificazione dipende sia da fattori interni (valore degli *assets*, avviamento, capacità di produrre redditi, solidità finanziaria) sia da fattori esterni (mercato di riferimento) alla società.

Le clausole che disciplinano il prezzo possono essere distinte in clausole che:

- a) prevedono un **determinato importo**;
 - b) il **prezzo è determinabile**, in tutto o in parte, con riferimento a parametri individuati dalle stesse parti (es. EBIDTA, patrimonio netto, capitale attivo circolante);
 - c) Il prezzo sia in parte determinato o determinabile e che la parte restante sarà corrisposta solo nel caso in cui si verifichi un evento futuro (**clausola di *earn out***);
-

a) LA CLAUSOLA CHE FISSA SIN DALL'INIZIO UN PREZZO DETERMINATO

Si utilizza tale metodo quando si è ragionevolmente certi che il valore della partecipazione sociale acquistata sia quello che in effetti risulta dai dati di bilancio e dalla documentazione contabile analizzata e risulti remota una differenza di valore tra il momento del *signing* e quello del *closing*.

Le parti sono solite specificare che il prezzo è definitivo e vincolante (*final and binding*) proprio per evidenziare che nessun aggiustamento può essere poi preteso.

Una clausola di questo tipo può essere particolarmente svantaggiosa per il compratore, perché non lo tutela in caso di cattiva gestione del venditore nel periodo tra il *signing* e il *closing*.

... **Segue**

Da qui l'interesse dell'acquirente di specificare gli elementi presi in considerazione nella determinazione del prezzo, in modo che, in caso di violazione delle garanzie da parte del venditore, gli sia **più facile muovere contestazioni** e attivare le garanzie legali e/o convenzionali previste.

La contromossa del venditore potrebbe essere quella di ottenere una clausola che preveda l'indennizzo quale unico rimedio attivabile (c.d. clausola di *sole remedy*), in modo tale da escludere azioni di annullamento o di risoluzione.

B) IL PREZZO IN PARTE DETERMINATO E IN PARTE DETERMINABILE

Consentono all'acquirente di verificare meglio i dati di bilancio comunicati, magari con una *due diligence* successiva alla sottoscrizione del contratto.

Caveat: Tale clausole, se mal redatte, potrebbero risultare affette da nullità, posto che con esse, in via generale, si subordina il pagamento del prezzo a un evento futuro e incerto, in ipotesi di apposizione di condizioni illecite o impossibili (cfr. art. 1354 c.c.)

C) LE CLAUSOLE DI *EARN OUT*

Con tali clausole il compratore si impegna a corrispondere al venditore un ulteriore prezzo nel caso in cui la società si trovi in una determinata situazione o riesca a conseguire un certo risultato in un momento successivo al *signing* o al *closing*.

Tale clausola presenta notevoli difficoltà di redazione.

In primo luogo, è necessario individuare in maniera esatta i criteri e i parametri economici in virtù dei quali l'ulteriore prezzo dovuto verrà determinato in futuro,

In secondo luogo, diversi sono gli interessi delle parti per quel che riguarda la gestione della società nel periodo di riferimento utile per la valutazione di parte del prezzo.

... Segue

La *reverse earn out* è una clausola con la quale il compratore si riserva il diritto di ottenere il rimborso di parte del prezzo corrisposto nel caso di mancato raggiungimento di alcuni obiettivi, finanziari e non, stabiliti dalle parti.

E' diversa dalla clausola di indennizzo, perché il diritto di corrispondere un prezzo inferiore a quello originariamente pattuito deriva non dalla violazione di un obbligo contrattuale ad opera del venditore, bensì dal mancato raggiungimento dei *targetts* specificati nel contratto.

... Segue

Si distingue, inoltre, tra *economic earn out*, in cui la determinazione del prezzo è legata a un certo risultato di carattere economico, e *performance earn out*, in cui la determinazione del corrispettivo dipende da un evento di tipo diverso non strettamente economico-contabile (es. il raggiungimento di un determinato obiettivo di sviluppo sul mercato).

Il pagamento del prezzo può essere:

- previsto in un'**unica soluzione** contestualmente al trasferimento della partecipazione;
- **dilazionato**;

Nel caso del pagamento del prezzo a rate si pone, da un lato, il problema del pagamento degli interessi, che può essere risolto attraverso una specifica pattuizione, e, dall'altro, quello della garanzia che il venditore, di norma, pretende.

... Segue

Le forme di garanzia del prezzo dilazionato sono:

- ***l'escrow account o deposito in garanzia***: versamento dell'ammontare presso un depositario che si impegna a corrisponderlo al venditore alle scadenze previste, salvo trattenere in tutto o in parte l'importo versato nel caso in cui sorgano controversie in ragione delle dichiarazioni e garanzie rilasciate dal venditore e pagare tali importi in base all'esito di tali controversie,
- **la fideiussione**;
- **la garanzia a prima richiesta**;
- **il pegno**;

LE CLAUSOLE DI AGGIUSTAMENTO DEL PREZZO

Le clausole di aggiustamento del prezzo consentono di considerare le modifiche intervenute sul *target* tra il momento del *signing* e quello del *closing*.

Le clausole di aggiustamento del prezzo si distinguono dalle clausole di indennizzo: infatti, mentre le prime incidono sulla prestazione dell'acquirente, la cui **obbligazione di corrispondere il prezzo potrebbe variare al verificarsi di determinate condizioni**, le seconde costituiscono delle obbligazioni che sorgono in capo al venditore nel caso in cui emergano difformità rispetto a quanto garantito.

Il contratto può prevedere entrambi i tipi di clausole, ma le parti non possono attivare contemporaneamente i due rimedi, perché in tal caso si verificherebbe una duplicazione della posta risarcitoria.

... Segue

Nel caso in cui il compratore abbia diritto a una riduzione del prezzo, si pone il **problema degli interessi dovuti dal venditore**.

Si è osservato che, se al momento del *closing* l'aggiustamento del prezzo comporti una riduzione dello stesso, l'importo versato dal *buyer* alla stipulazione dovrebbe considerarsi eccessivo e, conseguentemente, la differenza dovrebbe considerarsi un indebito oggettivo, cioè una somma ripetibile. In considerazione di ciò, gli interessi sarebbero dovuti a titolo di indebito ovvero a titolo di danno, nel caso in cui il venditore sia risultato inadempiente nella procedura di aggiustamento del prezzo

Il problema degli interessi può essere risolto dalle parti con l'inserimento di apposita clausola che disciplini se essi siano o meno dovuti e, nel primo caso, che tipo di interessi debba essere corrisposto.

GLI INDICI DI AGGIUSTAMENTO DEL PREZZO

Tra gli indici più comuni si ricordano:

- l'EBITDA;
 - il Capitale Circolante Netto (**CNN**);
 - la Posizione Finanziaria Netta (**PFN**);
 - gli investimenti;
-

LA PROCEDURA DI *PRICE ADJUSTMENT*

Il contratto, oltre a determinare i criteri di aggiustamento del prezzo, deve determinare anche l'aspetto procedurale:

- fissazione di un termine (di norma 60 o 90 giorni) a partire dal *closing* entro il quale il venditore sottoporrà al compratore un *Price Adjustment Calculation Certificate*, in cui darà conto del criterio utilizzato per determinare l'aggiustamento;
 - il compratore potrà manifestare le proprie deduzioni e contestazioni entro un successivo periodo e, nel caso di discordanza, le parti si rimetteranno a un terzo.
-

... Segue

In genere, la procedura di aggiustamento del prezzo è affidata a un terzo indipendente, una società di revisione, un revisore indipendente o simili.

Secondo la giurisprudenza e la dottrina maggioritarie, la devoluzione a un terzo dell'aggiustamento del prezzo rientrerebbe nella fattispecie prevista [all'art. 1349 c.c.](#) e tale determinazione sarebbe impugnabile solo se manifestamente iniqua o erronea ovvero, nel caso in cui le parti si siano rimesse al mero arbitrio del terzo, se sia provata la mala fede del terzo.

E', invece, rimasta isolata la tesi della perizia contrattuale, secondo la quale le parti si accorderebbero per affidare a un terzo l'incarico di esprimere un apprezzamento tecnico, che poi si impegnerebbero ad accettare. Il terzo porrebbe in essere una dichiarazione di scienza, vincolata a precisi parametri tecnici, priva di discrezionalità valutativa ed equitativa [≤](#)

LE ACQUISIZIONI
INTERNAZIONALI:
MODELLI CONTRATTUALI
E PRASSI DIFFUSE

IL TRASFERIMENTO DELLE
PARTECIPAZIONI NELLE
SOCIETA' IN CRISI

La disciplina della vendita delle partecipazioni sociali in sede fallimentare si rinvia [nell'art. 106 l.fall.](#), il quale, nonostante faccia espresso riferimento solo alle Srl, è ritenuto applicabile anche alle Spa.

La norma citata rinvia [all'art. 2471 c.c.](#), il quale deve essere però adattato al contesto concorsuale. [≤ ≥](#)

In particolare, il curatore deve **notificare la sentenza dichiarativa di fallimento** alla società nella quale sia socio il fallito e **inventariarne la quota** con sua successiva **iscrizione nel registro delle imprese**.

... **Segue**

- se lo statuto prevede quale causa di recesso il fallimento del socio, la liquidazione della quota deve avvenire secondo le disposizioni in materia di diritto di recesso.
 - La dottrina tende a escludere che il fallimento possa considerarsi giusta causa di esclusione del socio *ex* [art. 2473 bis c.c.](#) ≤
-

Se le quote sono:

- **liberamente trasferibili**: si devono seguire le prescrizioni degli [artt. 2469](#) e [2470 c.c.](#), nonché [l'art. 107 l.fall.](#) per le forme da seguire (stima, procedure competitive e pubblicità adeguata). Si ritiene che il curatore sia tenuto a notificare alla società l'approvazione del programma di liquidazione, contenente la previsione della vendita della quota sociale; $\leq \geq$

- **non liberamente trasferibili**: il curatore deve preliminarmente trovare un accordo bonario con la società, diretto alla vendita della partecipazione a un altro socio o a un terzo gradito dalla società, fermo restando che l'accordo deve essere raggiunto nel rispetto di quanto previsto all'art. 107 l.fall.

In caso di esito infruttuoso, il curatore deve procedere alla vendita all'incanto *ex* [art. 2471, comma 3, c.c.](#) Tuttavia, secondo alcuni, conformemente alla preferenza accordata dal legislatore alla vendita senza incanto, si dovrebbe seguire anche in sede concorsuale tale modalità (PALUCHOWSKI). ≤

La vendita rimane priva di effetto se, entro 10 giorni dall'aggiudicazione, la società presenti un altro acquirente che offra lo stesso prezzo.

Secondo la dottrina prevalente è necessario inserire nel programma di liquidazione l'accordo di vendita tra curatore e società.
