

Ai miei nonni e alla zia Jolanda

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI DIRITTO PRIVATO E CRITICA DEL DIRITTO



CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN GIURISPRUDENZA

A.A.2022/2023

TESI DI LAUREA IN DIRITTO COMMERCIALE AVANZATO

**LA RILEVANZA DELLA *DUE DILIGENCE* NELLE ACQUISIZIONI
SOCIETARIE**

RELATORE: CHIAR.MO PROF. MARCO SPERANZIN

LAUREANDO: ALESSIO BATTAGLIA

MATRICOLA N. 1192730

Indice

PREFAZIONE	1
CAPITOLO I - L'OPERAZIONE E LA DUE DILIGENCE	5
1. LA CESSIONE DELLE PARTECIPAZIONI SOCIALI.....	5
1.1. Il contratto di acquisizione	5
1.2. La struttura dell'operazione	8
2. LA DUE DILIGENCE INVESTIGATION.....	10
2.1 Oggetto e ambito della due diligence	14
3. ESISTE UN DIRITTO ALLA DUE DILIGENCE?.....	19
3.1. Introduzione	19
3.2. Sulla possibilità di configurare un diritto alla due diligence.....	21
3.3. Teorizzare un diritto alla due diligence partendo dall'attitudine circolatoria delle quote	23
3.4. (segue).....	30
3.5. Due diligence e interesse sociale	32
3.6. I titolari del diritto alla due diligence.....	35
3.7. Due diligence e parità di trattamento	37
3.8. Due diligence e S.r.l.	39
3.9. La posizione degli amministratori di fronte alla richiesta di due diligence. Cenni e Rinvio.....	41
CAPITOLO II - DUE DILIGENCE E AMMINISTRATORI	47
1. LA FASE PRECONTRATTUALE NELLE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE. LE CONSEGUENZE SULLE PARTI E SUGLI AMMINISTRATORI	47
1.1. L'ambito di applicazione dell'art. 1337 cod. civ.	47
1.2. Responsabilità da recesso dalle trattative	53
1.3. La rilevanza delle lettere d'intento	57
1.4. Le negoziazioni parallele.....	65
1.5. Il dovere di informazione	66
1.6. Il dovere di confidenzialità.....	71
1.7. Informazione precontrattuale e amministratori della società target.....	76
1.8. (Segue) Patti di rinuncia all'azione di responsabilità	83
2. LA RESPONSABILITÀ DEGLI AMMINISTRATORI DELLA SOCIETÀ BUYER	89
2.1. La due diligence come "diligenza dovuta"	89
2.2. La business judgment rule negli USA.....	91
2.3. La business judgment rule in Italia	94
2.4. Alcuni casi di applicazione della business judgment rule in Italia.....	102
3. LA DUE DILIGENCE NELLA GIURISPRUDENZA INTERNAZIONALE E ITALIANA.....	104
3.1. Il caso <i>Levin v. May</i> e la rilevanza autonoma della due diligence.....	104
3.2. Un caso di negata due diligence.....	108
CAPITOLO III - DUE DILIGENCE E GARANZIE	113
1. LA TUTELA DELL'ACQUIRENTE	113
1.1. L'oggetto del contratto di acquisizione di partecipazioni sociali	113
1.2. I rimedi elaborati dalla prassi.....	117
1.3. Le business warranties	120
1.4. Indemnity clauses e polizze W&I.....	121
1.5. Le legal warranties.....	125
2. GARANZIE E DUE DILIGENCE.....	129
2.1. Mancato o incompleto svolgimento della due diligence.....	129
2.2. La rilevanza probatoria della due diligence	131
2.3. La due diligence e l'art. 1491 cod. civ.....	133
2.4. Due modi per l'alienante volti a limitare la portata delle clausole di garanzia	138
2.5. Due diligence e dolo dell'alienante	140

CONCLUSIONI	143
ALLEGATI.....	147
1. <i>CLAUSOLA ESCLUSIONE DEGLI EFFETTI DELLA DUE DILIGENCE</i>	<i>147</i>
2. <i>ESEMPIO CHECK LIST DUE DILIGENCE LEGALE</i>	<i>148</i>
BIBLIOGRAFIA	153
GIURISPRUDENZA ITALIANA.....	163
GIURISPRUDENZA INTERNAZIONALE	165
PROVVEDIMENTI DELLE AUTORITÀ	166

PREFAZIONE

Oggetto dell'indagine di questa tesi è la *due diligence* nel contesto delle acquisizioni societarie. L'interesse per il tema deriva dalla fondamentale importanza che le operazioni di M&A rivestono per mercato italiano quale strumento sempre più utilizzato dalle aziende per aumentare la propria presenza internazionale e velocizzare i processi di trasformazione aziendale. Questo è confermato anche dagli ultimi report sul tema. Nonostante, infatti, il mercato globale delle fusioni e delle acquisizioni, dopo un anno record, abbia subito nel 2022 delle forti contrazioni, sia nei controvalori che nei volumi (legate alle incertezze derivanti da un lato al protrarsi degli effetti della pandemia e dall'altro al conflitto in Ucraina), il mercato italiano di tali criticità non sembra averne risentito. In controtendenza con il resto del mondo il panorama italiano ha visto, infatti, un nuovo massimo storico in termini di numero di operazioni completate¹.

L'oggetto della trattazione si focalizzerà su un momento centrale del processo di acquisizione, la *due diligence*. Per quanto tale pratica non sia certo “*glamorous*”², l'interesse ad un'analisi in tale ambito sorge dal fatto che essa rappresenta un momento fondamentale di tali operazioni. Con essa «*viene compiuta un'indagine volta ad accertare i contenuti di un'attività imprenditoriale, società o azienda (il target), o di alcuni suoi aspetti, al fine di rendere possibile una valutazione economica, e non solo, dell'attività stessa*»³. Le società oggetto della presente indagine sono invero le società chiuse, le cui le informazioni pubbliche non sono sufficienti a porsi quale fondamento di una decisione come quella di cui si discute. È innanzitutto per questa ragione che da un'indagine di *due diligence* il compratore non può prescindere.

¹ I dati sono tratti dal *Rapporto Mergers & Acquisition, 2022: l'anno dell'incertezza* di KPMG reperibile all'indirizzo [kpmg.org](https://www.kpmg.it) in cui si rileva come il numero di operazioni completate si attesti a 1271.

² G. CULLINAN, J. M. LE ROUX, R. M. WEDDIGEN, *When to Walk Away from a Deal*, in *Harvard Business Review*, 2004, p. 96 ss. secondo cui «*Making deal is glamorous, due diligence is not*».

³ E. PULITANÒ, *La due diligence legale*, in Draetta-Monesi (a cura di), *I Contratti di acquisizione di società e aziende*, Milano, 2007, p. 140.

Al fine di dare ordine alla trattazione sarà necessario dapprima affrontare gli aspetti tradizionali, legati alla configurazione dell'operazione come compravendita e a come questa si sviluppa, nonché alla *due diligence* in una prospettiva fattuale, per soffermarsi poi su tempi meno "pratici".

La trattazione non potrà che muovere dalla domanda circa la possibilità di configurare (o meno) un diritto alla *due diligence* in capo al socio alienante. Quest'ultima rappresenta, infatti, un momento sostanzialmente necessario del processo di acquisizione e senza il quale nessun'avveduto acquirente procederebbe nella conclusione del contratto di cui si discute. L'interrogativo, sebbene di così fondamentale importanza, non trova né nella legislazione né nella giurisprudenza alcuna risposta, venendo ritenuto nella pratica come implicito. Tale soluzione necessita di un più ampio approfondimento e non può essere lasciata alla mera prassi. Se infatti la riservatezza e il principio di parità di trattamento tra i soci rappresentano valori fondamentali per qualsiasi società, è necessario individuare le ragioni che in sede di *due diligence* ne giustificano una deroga tanto ampia. Alla luce anche delle nuovissime indagini che la dottrina ha condotto sul punto, si darà risposta ad entrambi i quesiti concludendo, da un lato come simile deroga debba essere riconosciuta solo allorché oggetto dell'operazione sia la partecipazione di controllo della società, in quanto solo simile trasferimento assurge a giustificazione di una così ampia *disclosure*, e dall'altro come proprio la diversa posizione in cui il socio alienante si pone lo distingue e lo differenzia da quella di tutti gli altri, non potendosi così ravvisare violazione alla parità di trattamento.

Partendo da questa base, il discorso si soffermerà sulla fase precontrattuale, momento nel quale l'indagine di *due diligence* trova solitamente il suo momento attuativo. In questa prospettiva e ancora in assenza di specifica legislazione sul punto, l'indagine dovrà essere condotta a partire dall'art. 1337 cod. civ. Dal dovere di condurre le trattative con buona fede si ricavano invero diversi principi, ognuno dei quali dovrà essere affrontato in relazione all'oggetto di cui si discute. Si guarderà dunque a come la *due diligence* e lo scambio di alcuni documenti tipici di queste operazioni (le c.d. *LOI*, lettere d'intenti) influiscano sulla possibilità delle parti nel recedere dalle trattative per

poi soffermarsi sugli altri aspetti precontrattuali quali, soprattutto il dovere di informare e quello di confidenzialità. Tali aspetti verranno trattati in particolar modo nella prospettiva degli amministratori delle società coinvolte. Sono, infatti, questi a ricoprire il ruolo contrale dovendo decidere, nella prospettiva della società venditrice, non solo se e quali informazioni rendere a controparte, ma anche quali cautele adottare. In questo ultimo senso si tratterà in particolare il tema dei *confidentiality agreement* e dei patti di rinuncia all'azione di responsabilità verso gli amministratori.

Sempre nella prospettiva di quest'ultimi si cambierà poi punto di vista e si affronterà il tema dell'acquisizione nella prospettiva degli amministratori della società acquirente. Essendo costoro ad assumere tale decisione, si tratterà di analizzare in che termini questa possa essere sindacata nel caso in cui, a posteriori, essa si dovesse rilevare pregiudizievole per la società. Il tema verrà affrontato in una costante comparazione con il diritto statunitense, in particolar modo dello Stato del Delaware, sede delle più importanti *corporations* degli Stati Uniti. Lo scopo è quello di analizzare dapprima come il criterio della *business judgment rule* influisca nella valutazione circa la responsabilità dei *directors* americani per poi vedere come ciò si sia tradotto nel nostro ordinamento, specie alla luce del dovere di amministrare la società con diligenza che il codice pone in capo agli amministratori.

L'ultima parte della trattazione sarà incentrata sul tema delle dichiarazioni e garanzie. Il contratto di cui si discute si caratterizza invero per un divario tra quella che è la sostanza dell'operazione (ossia l'interesse dell'acquirente al patrimonio della società) e il significato giuridico della stessa (che attribuisce al compratore un complesso di diritti e solo in via mediata il patrimonio). Tale *gap* deriva dall'interpretazione che del contratto viene data, inteso a trasferire solo la partecipazione e i relativi diritti e non anche il patrimonio. Al fine di far collimare significato economico e giuridico si guarderà ai diversi rimedi con cui farvi fronte, soffermandosi in particolare sulle *business warranties*.

Infine, per tornare al tema di partenza, si guarderà al rapporto che intercorre tra *due diligence* e garanzie, analizzando come la prima possa andare ad influenzare sulle seconde. In particolare, la trattazione si soffermerà dapprima su come lo svolgimento

della *due diligence* possa influire, in caso di controversia, sul convincimento del giudice e su come possa incidere nella determinazione (o meno) di un comportamento doloso del venditore e poi sul rapporto tra l'ampia informativa che il *buyer* ottiene in sede di *due diligence* e l'art. 1491 cod. civ. In quest'ultimo senso sarà inoltre necessario soffermarsi su una serie di clausole, quale anzitutto quella di *sandbagging*.

CAPITOLO I

L'OPERAZIONE E LA DUE DILIGENCE

1. La cessione delle partecipazioni sociali

1.1. Il contratto di acquisizione

Il contratto di acquisizione, noto anche con il termine inglese “*share purchase agreement*” (o semplicemente *SPA*⁴), è il contratto per mezzo del quale un soggetto vende ad un altro la partecipazione sociale di controllo o di riferimento (termine con cui si indica una partecipazione minoritaria che, sebbene non di controllo, è in grado di condizionare le scelte della società)⁵. Ai fini della qualificazione del contratto è proprio il termine inglese “*agreement*” a far subito capire che si tratta di un contratto,

⁴ Sotto un aspetto pratico si evidenzia come si tratti poi spesso di contratti che vengono redatti in lingua inglese anche quando gli operatori coinvolti sono di nazionalità italiana. Le ragioni vengono evidenziate da DE NOVA, *Il Sale and purchase agreement: un contratto commentato: lezioni di diritto civile. 3. ed. aggiornata e ampliata*, Giappichelli, 2019, p. 2, nel fatto che non vi è, in Italia, una disciplina di queste tipologie di accordo come autonomo tipo contrattuale. Sebbene infatti, questo sia molto diffuso nella pratica non vi sono norme nel cod. civ. che lo regolamentano, non occupandosi il codice della vendita delle partecipazioni sociali di controllo. Una seconda ragione che poi induce le parti a predisporre il contratto in lingua inglese è legata alla possibile circolazione delle azioni oggetto dello *SPA* anche al di fuori della Penisola. Inoltre, la lingua inglese consente di raggiungere una platea più ampia di potenziali *buyer*, anche stranieri, essendo che questi ultimi difficilmente saranno propensi ad utilizzare una lingua che non comprendono bene. È quindi del tutto evidente come sia un'esigenza pratica che induce le parti a costruire il contratto in lingua inglese.

⁵ P. MONTALENTI, *Le acquisizioni societarie tra astrattezza del titolo e patrimonio di riferimento*, in *Le acquisizioni societarie*, (opera diretta da) M. IRRERA. Zanichelli, 2011, p. 6. Si noti come comunque nella pratica tale termine viene utilizzato anche per riferirsi ai contratti relativi alla compravendita di qualsiasi partecipazione sociale. Si utilizza invece il termine *QPA* (*quota purchase agreement*) per le società che non hanno partecipazioni materializzate in azioni.

mentre, “*purchase*”, che si tratta di una compravendita⁶. Tale negozio, noto anche come “*share deal*” seppur diffuso nella pratica anche in Italia⁷, non trova nel nostro ordinamento una disciplina dedicata ed autonoma⁸, sicché essa è da ricondursi all’interno del *genus* contratto di compravendita, regolata dal Codice civile agli articoli 1470 ss.

Proprio l’assenza di una specifica disciplina codicistica, unita alle problematiche peculiari del negozio, di cui si vedrà in seguito, ha indotto la prassi a farvi fronte attraverso accordi che possano essere autosufficienti⁹, non necessitanti di integrazioni di fonte legislativa e che richiamano a quest’ultima solo per quegli aspetti che non si intende regolamentare nel contratto¹⁰. Naturalmente tale strutturazione deve rapportarsi con le norme tipiche del contratto di compravendita così come disciplinata dal Codice civile, alcune delle quali sono derogabili altre no.

Da qui il diffondersi anche nel nostro Paese di quella struttura del contratto sempre più articolata ed eterogenea, propria del modello statunitense che ha fortemente influenzato anche le operazioni non *cross-border*¹¹.

Tale minuziosa regolamentazione deve essere ricondotta, da un lato, all’oggetto del contratto (ci si soffermerà a lungo sul tema nel corso della trattazione) e, dall’altro, alla marcata contrapposizione tra le parti in queste tipologie di operazioni. È proprio questo elemento, infatti, che ha indotto la pratica delle acquisizioni a

⁶ V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, in *Danno e Responsabilità*, 2011, p. 801 ss. La qualificazione nel *genus* compravendita risulta pacifico alla giurisprudenza prevalente, alcuni Autori ritengono però che si tratti piuttosto di un contratto atipico. Sul punto di veda R. CALDERONE, E. FERRERO, *Il contratto di acquisizione è un contratto atipico?*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 182 ss.

⁷ Il rilievo è di M. SPERANZIN in *Circolazione dei modelli, diritto interno delle acquisizioni e i protagonisti del diritto commerciale*, contributo in corso di pubblicazione e che si ringrazia l’Autore per la cortese possibilità di consultazione.

⁸ Mette in luce l’assenza sostanziale di disciplina anche M. SPERANZIN, *ult. op. cit.* L’A. rileva come, fatte salve alcune disposizioni in tema di trasferimento d’azienda, tema che però fuoriesce dall’economia della trattazione che si conduce, la disciplina è quasi del tutto assente.

⁹ G. DE NOVA, *op. cit.*, p. 8.

¹⁰ *Ivi*, p. 3.

¹¹ M. SPERANZIN, *ult. op. cit.*, mette in luce come i modelli, basati sul diritto di altri sistemi giuridici quale anzitutto quello anglo-americano, si siano poi ulteriormente formati e sviluppati, sulla spinta dei grandi studi legali anche in Italia andando a creare un vero e proprio “diritto proprio”.

strutturarsi attraverso diversi subprocedimenti e una moltitudine di accordi, nell'ottica di bilanciare i contrastanti interessi che entrano in gioco. Ecco che sono diventati così ordinari gli accordi volti a regolare il comportamento delle parti tra la sottoscrizione e il *closing*, a disciplinare la fase del *closing* stesso e quelli per la fase successiva a quest'ultimo¹². Il contratto di compravendita rappresenta quindi l'ultimo momento di un lungo processo di atti e negozi che vanno a costituire l'operazione di acquisizione¹³.

Come si dirà in seguito ma occorre anticipare già ora, un elemento caratteristico di questa tipologia contrattuale è l'asimmetria informativa tra venditore e acquirente. Da un lato, infatti, il venditore conosce tutto della sua società, dall'altro il compratore, in quanto soggetto esterno alla stessa, conosce poco niente. Proprio per questa ragione, la presente trattazione non si occuperà delle società quotate e delle offerte pubbliche d'acquisto (le c.d. OPA o, in inglese, *IPO*), dove l'acquisto si basa sulle informazioni che sono reperibili pubblicamente¹⁴. Il tema d'indagine richiederà pertanto di concentrarsi nell'ambito del *private M&A*, sulle società chiuse e di una certa dimensione economica, dove per l'acquirente non vi sono sufficienti informazioni pubbliche per procedere con dovuta diligenza nell'operazione.

I rimedi più efficaci per far fronte a tale problematicità sono le *representations and warranties*¹⁵. In via di prima approssimazione, le prime costituiscono descrizioni di atti e fatti che il dichiarante afferma essere veri, le seconde garanzie circa la conformità di certi beni o situazioni a determinati livelli qualitativi, caratteristiche o standard. Connesse a queste e, nel caso di loro non veridicità, il contratto contiene poi le *indemnities* e le *disclosure schedules*. Le prime, prevedono il pagamento di una somma di denaro in caso di violazione delle *representations and warranties*, le seconde sono delle

¹² S. LANTINO, P. CASUCCI, L. LIMIDO, *Acquisizioni di aziende e partecipazioni*. IPSOA, 2010, p. 80.

¹³ A. MUSY, *La fase precontrattuale*, in *Le acquisizioni societarie* (opera diretta da) M. Irrera. Zanichelli, 2011, p. 20.

¹⁴ Sul tema si veda L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, p. 234 ss.

¹⁵ R. J. GILSON, B. S. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, New York, 1955, p. 1578, per cui «*The portion of the acquisition agreement dealing with representations and warranties – commonly the longest part of a typical acquisition agreement and the portion that usually requires the most time for a lawyer to negotiate – has as its primary purpose to remedy conditions of asymmetrical information in the least- cost manners.*».

schede allegate al contratto volte ad indicarne le eccezioni alle garanzie. È bene qui rilevare come è proprio su quanto non compreso nelle garanzie perché escluso dalle *disclosure schedules* che dovrà incentrarsi l'attività di *due diligence*¹⁶.

Vi sono poi solitamente altri due gruppi di clausole. Il primo è quello delle clausole volte a disciplinare le obbligazioni delle parti nel periodo intermedio compreso tra sottoscrizione del contratto e *closing*, i c.d. *covenants*¹⁷. Il cedente limita quindi i propri poteri durante questo periodo, ad esempio, impegnandosi, direttamente o indirettamente, a non compiere atti di straordinaria amministrazione. Il secondo gruppo è quello relativo alle condizioni sospensive alle quali è subordinata l'efficacia del contratto definitivo, ovvero alle quali sono subordinate rispettivamente le obbligazioni del compratore e del venditore da adempiersi alla data di trasferimento del controllo sulla società *target*¹⁸.

1.2. La struttura dell'operazione

Punto di partenza per comprendere il funzionamento di questa tipologia di contratti è la sequenza *SPA-Closing*. Occorre fin da subito sottolineare come questa sia una ricostruzione che viene tratta dagli schemi di *common law* e che non è inquadrabile precisamente all'interno della nostra disciplina: non sarebbe infatti corretto affermare che il *SPA* sia un contratto preliminare e che debba poi essere quindi seguito da un contratto definitivo¹⁹.

¹⁶ S. LANTINO, P. CASUCCI, L. LIMIDO, *op. cit.*, p. 82 ss.

¹⁷ Queste possono avere i contenuti più vari, tra le più classiche quelle relative al non compimento di atti di straordinaria amministrazione. Per un'analisi completa si rinvia a P.G. JAEGER, *Impegni relativi all'amministrazione interinale della società fino al closing*, in F. Bonelli, M. De André, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Giuffrè, 1990, p. 122 ss.

¹⁸ S. LANTINO, P. CASUCCI, L. LIMIDO, *op. cit.*, p. 85. Si tratta tipicamente di *regulatory clearance* (es. *antitrust*, *golden power* ecc.), *financing* (ottenimento di finanziamento da parte del venditore); rinuncia dei terzi contraenti di contratti rilevanti con la società *target* ed eventuali clausole di *change of control*.

¹⁹ G. DE NOVA, *op. cit.*, p. 15.

Lo scopo di questa sequenza è quella di consentire alle parti, nel periodo tra il SPA e la c.d. *closing date*²⁰, di compiere una serie di attività volte principalmente ad accertare l'assenza di vizi. Questa necessità è da ricondurre alla posizione antagonistica che le parti assumono reciprocamente durante la fase precedente al *closing* in cui il *seller* è restio a comunicare informazioni sensibili, con la conseguente difficoltà per il *buyer* di valutare la società. Per porre rimedio a questa situazione, la fase di verifica da parte dell'acquirente è rinviata ad un momento successivo, che si colloca tra quella della stipulazione e quella dell'esecuzione del contratto²¹.

Dopo un primo momento in cui vengono redatti gli accordi di riservatezza²², con la stipula del preliminare le parti regolano il trasferimento della proprietà delle quote. È in questa fase, successiva alla negoziazione, che viene identificato l'oggetto, stabilito il prezzo e predisposte le garanzie volte alla corretta esecuzione del contratto²³.

Questa divisione generalmente si realizza attraverso la predisposizione di condizioni sospensive. La prassi, però, conosce anche un'altra modalità, ossia quella della stipulazione di un vero e proprio preliminare a cui dovrà seguire il contratto definitivo. Le due modalità sono, si noti, profondamente diverse tra loro: il contratto preliminare è un contratto in sé perfetto, dal quale scaturisce l'obbligo di concludere il definitivo; nella vendita sottoposta a condizione sospensiva, invece, nascono subito gli obblighi della cessione, con efficacia retroattiva degli effetti al verificarsi della condizione, senza che sia necessario per le parti manifestare la propria volontà²⁴. Si tratta di una distinzione di non poco conto per la cui definizione non ci si potrà limitare alle espressioni letterali utilizzate dalle parti, ma sarà necessario indagare le effettive

²⁰ In riferimento al *closing* si veda anche DE NOVA, *op. cit.*, p. 15.

²¹A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*. Giuffrè Editore, 2007, p. 43.

²² Sui quali si veda sezione capitolo 2 paragrafo 1.

²³ A. TINA, *op. cit.*, p. 42. Sul punto M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*. Giuffrè Editore, 2006, p. 28, afferma come «Il periodo di tempo intercorrente tra conclusione del contratto traslativo e la sua esecuzione risulta necessario o quantomeno utile, [...] per consentire all'acquirente di valutare l'oggetto dell'acquisizione ed il suo valore ai fini della fissazione del prezzo che nel primo accordo non viene determinato in via definitiva; nonché serve al compratore per valutare le clausole di garanzia che ritiene di dover pretendere, nel caso in cui non le abbia ancora inserite nel primo accordo e si sia riservato la possibilità di ottenerne il rilascio al momento del *closing*».

²⁴ A. TINA, *op. cit.*, p. 46.

volontà di quest'ultime al fine di qualificare il contratto come definitivo ovvero come preliminare. L'elemento centrale nella ricostruzione della volontà, qualora questa non risulti chiara e precisa, sarà da indentificare nel contenuto e nella sua completezza dell'accordo, la quale può essere indice della volontà di concludere un vero e proprio contratto definitivo²⁵.

Si noti, infine, come nella realtà dei fatti un'altra modalità per raggiungere il medesimo risultato sia quella di svolgere la *due diligence* prima della sottoscrizione dello SPA per poi prevedere solamente condizioni sospensive tra quest'ultimo e il *closing*. In questo modo si evita che l'esito della *due diligence* sia giudicato secondo criteri discrezionali dell'acquirente, non facilmente "oggettivizzabili" e quindi con il rischio che la condizione sia nulla (perché meramente potestativa).

Al di là di quella che può essere la scelta operata dalle parti, a questa prima fase segue quella del perfezionamento del contratto, nota anche come *closing*²⁶. Questo sostanzialmente si costituisce di tre elementi: la compravendita delle azioni, quindi l'effetto traslativo, il pagamento delle stesse e infine una serie di atti esecutivi²⁷. È quindi solo in questo momento che si procederà alla intestazione delle partecipazioni ai sensi degli articoli 2355 e 2470 cod. civ.²⁸.

2. *La due diligence investigation*

La scissione in due fasi del trasferimento delle partecipazioni permette all'acquirente di svolgere l'attività di *due diligence investigation* (di seguito anche solo *due diligence*)²⁹. L'espressione *due diligence*, di cui negli Stati Uniti si discute già dagli anni

²⁵ *Ivi*, p. 55.

²⁶ Sul punto è stato messo in luce come spesso in Italia il termine in questione venga utilizzato erroneamente per indicare quello che la pratica anglosassone chiama con il nome di *completion* ossia la data che le parti fissano per dare esecuzione alle obbligazioni derivanti dal contratto traslativo già concluso. Vedasi M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, cit., p. 26, nota 42.

²⁷ G. DE NOVA, *op. cit.*, p. 15.

²⁸ A. TINA, *op. cit.*, p. 44.

²⁹ *Ivi*, 158.

Trenta del Novecento³⁰, tradotta letteralmente indica la *diligenza dovuta*, dovendosi intendere con tale espressione l'indagine che un avveduto acquirente svolge sulla società oggetto di acquisizione al fine di verificare la convenienza dell'operazione. Tale traduzione del termine, ritenuta inutile dalla prassi (salvo quanto si dirà in seguito in tema di responsabilità degli amministratori), è stata superata solo in tempi più recenti dalla giurisprudenza che, invece, vi si riferiva in termini di “verifica e revisione volontaria”.³¹

Con lo stesso termine si indica poi anche il documento frutto di tale indagine³², il “*due diligence report*”.

Si noti, inoltre, come il campo della *due diligence* non sia limitato solo all'ambito di interesse per il presente lavoro, ma trovi spazio più ampio. Tale attività viene così condotta anche nel caso di acquisto d'azienda, nel caso di operazioni societarie di carattere straordinario, quali fusioni e scissioni, piuttosto che nelle operazioni di *leveraged buyout (LBO)*³³.

La *due diligence*, da un punto di vista pratico, si sostanzia in una scrupolosa raccolta di informazioni circa la società *target* o di alcuni suoi aspetti al fine di compiere una valutazione della stessa, mettendo in luce le possibili criticità dell'operazione³⁴.

³⁰ Come nota A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, Milano, Giuffrè, 2023, p. 2 dove si mette in luce che già la prima versione del *US Securities Act* del 1933 si riferiva alla “*due diligence defense*” (e non però in quella di *due diligence review* come qui interessa).

³¹ L. BRAGOLI, *La due diligence legale e i suoi riflessi contrattuali*, in *Le acquisizioni societarie* (opera diretta da) M. Irrera. Zanichelli, 2011, p. 64.

³² Per ulteriori rilievi bibliografici sul punto si vedano L. BRAGOLI, *La due diligence legale nell'ambito delle operazioni di acquisizione*, in *I contratti*, 2007, p. 1125 ss.; S. TERSILLA, *La due diligence per l'acquisizione di un pacchetto di controllo di una società non quotata in borsa: gli obblighi di informazione e responsabilità dei soggetti coinvolti*, in *Dir. Comm. Int.*, 2002, 4, p. 969; Id., *La lettera d'intenti nella trattativa per l'acquisto di un pacchetto azionario di riferimento*, in *Dir. comm. int.*, 2003, 507; Vedasi anche V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, in *Danno e Responsabilità*, 2011, p. 801 ss.; M. FERRUCCI, M. SANTINI, *Lo sviluppo dei processi di due diligence in ambito internazionale*, in *www.diritto.it*.

³³ U. DRAETTA, C. MONESI, *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, Giuffrè Editore, p. 2007, p. 112; F. GIAMPAOLINO, *Ruolo della Due diligence e onere di informarsi*, in *AIDA*, 2009, p. 29 ss.

³⁴ L. BRAGOLI, *La due diligence legale e i suoi riflessi contrattuali*, cit., p. 61. Si noti come l'attività che qui analizziamo è diversa da quella di revisione. Quest'ultima, infatti, è regolata specificatamente dalla legge e volta ad un giudizio sul bilancio che sfocia in un documento pubblico la *due diligence* è l'esatto opposto non trovando disciplina legislativa, andando al di là di quelli che sono i semplici dati di bilancio

Specie quando si tratta di società chiuse, l'acquirente esterno non dispone delle informazioni necessarie al fine di effettuare una valutazione appropriata sull'operazione e necessita di ulteriori chiarimenti, documenti e dati da parte degli amministratori della società *target*. In questo contesto la *due diligence* servirà anzitutto «*to discover material hidden liabilities and other impediments to a proposed transaction*» e «*to learn about the business to be acquired*»³⁵. Usando le parole di un noto avvocato statunitense «*Due diligence is going in and digging a hole in the ground and seeing if there's oil, instead of taking someone's word on it*»³⁶.

Tale attività assume particolare rilievo se si considera la sempre maggiore complessità che assumono le società nei diversi settori industriali³⁷. Ciò si riflette a livello di *due diligence*, che negli ultimi vent'anni sono diventate sempre più complesse³⁸, e a livello di contratti di acquisizione anch'essi sempre più articolati e vasti³⁹.

Lo scopo appare quindi duplice: da un lato conoscere meglio la società, dall'altro individuarne le criticità e i rischi⁴⁰ e, quindi, in definitiva di accertarne lo stato di salute al fine di capire se procedere all'acquisizione o meno.

Da un punto di vista pratico, quindi, si traduce nella riduzione del divario informativo tra le due parti⁴¹ attraverso la raccolta di informazioni utili al fine di individuare quelle che sono le criticità dell'acquisizione in modo tale da predisporre le cautele più idonee nella fase di negoziazione, tenendo comunque a mente che mai sarà

e sfociando in un documento connotato invece da doveri di assoluta riservatezza. Sul punto U. DRAETTA, C. MONESI, *op. cit.*, p. 56 ss.

³⁵ D. A. BROADWIN, *Negotiating and Documenting Business Acquisitions*. Stati Uniti, American Law Institute-American Bar Association, Committee on Continuing Professional Education, 1997, p. 21.

³⁶ F. LESSAMBO, *US Mergers and Acquisitions*. Springer International Publishing, 2021, p. 10.

³⁷ C.B. PORSGAARD, M. HAUBJERG, Z.N.L. HANSEN, *A framework for operational due diligence*. *Production Engineering*, 2018, 12.5: 633-645.

³⁸ F. ALKARAAN, *Making M&A less risky: The influence of due diligence processes on strategic investment decision making*. In *Advances in mergers and acquisitions*. Emerald Publishing Limited, 2019, p. 105.

³⁹ S. LANTINO, P. CASUCCI, L. LIMIDO, *cit.*, p. 80. Si veda sul punto anche J. C. COATES IV, *Why have M&A Contracts grown? Evidence from Twenty Years of Deals*, November 2016, ECGI Law Working Paper No. 333/2016, (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2862019) p. 17 ss.

⁴⁰ V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, *cit.*, p. 802.

⁴¹ Sul punto F. ALKARAAN, *op. cit.*, p. 105, dove si afferma che: «*the seller knows everything about its own business and the buyer knows far less*»; A. MUSY, *cit.*, p. 20, parla di «*estrema asimmetria informativa*».

possibile individuare ogni singolo rischio. Attraverso questa attività è possibile scoprire che, ad esempio, un importante bene aziendale è sottoposto a pegno o ipoteca piuttosto che l'esistenza di onerosi contratti che si protrarranno negli anni a venire. L'attività di *due diligence* è quindi finalizzata alla successiva fase negoziale dove, sulla base delle criticità riscontrate, il *buyer* richiederà apposite garanzie. Si noti sul punto come non sia improbabile che, per mezzo della *due diligence*, emergano criticità ritenute dall'acquirente di una gravità tale da non poter essere arginate nemmeno facendo ricorso ad apposite clausole contrattuali e che, proprio per questo, lo spingano ad abbandonare la trattativa⁴². Tale interruzione è certamente legittima ma, come si vedrà meglio nel presente lavoro, sarà centrale valutarla alla luce del dovere di buona fede nella fase precontrattuale.

Quanto al momento di effettuazione della *due diligence*, la pratica è solita distinguere tra *due diligence* preventiva e *due diligence* successiva (che ben potrebbero comunque cumularsi)⁴³. Quella preventiva, nota anche come *pre-acquisition due diligence*, è la "classica" *due diligence* e viene svolta prima della chiusura dell'operazione al fine di valutarne l'opportunità e le modalità operative. È questa che sarà di supporto per la fase della negoziazione, per la determinazione del prezzo e delle *representation and warranties* di cui si parlerà in seguito. La *due diligence* successiva o *post-acquisition due diligence*, invece, si svolge dopo la conclusione dell'operazione, tra il *signing* (la firma dello SPA) e il *closing*, quindi a contratto già sottoscritto. Non è dunque diretta alla valutazione della società quanto piuttosto all'analisi degli aspetti contabili con il solo fine di attivare le procedure di *price adjustment* volte ad aumenti o riduzioni del prezzo pattuito⁴⁴.

⁴² U. DRAETTA, C. MONESI, *op. cit.*, p. 22.

⁴³ Occorre precisare, come nota A. TINA, *op. cit.*, p. 159, che una *preliminary due diligence* sia necessaria già nella fase delle trattative prenegoziali volte a valutare l'opportunità di intrattenere le trattative stesse.

⁴⁴ In materia di *price adjustment* si veda A. TINA, *op. cit.*, p. 505 ss.

2.1 Oggetto e ambito della due diligence

Sotto il punto di vista della portata dell'indagine e, quindi, del suo oggetto si distingue tra *full* e *limited due diligence*. La prima, nota anche con il nome di *strategic* e *business due diligence*, analizza ogni aspetto della società, ogni area aziendale; la seconda, più limitata, si incentra su singole aree, non prendendo in esame l'intera società ma solo una sua parte⁴⁵. Gli elementi che con questa attività verranno valutati dipendono dal livello di dettaglio della *due diligence* e dall'ammontare delle risorse impegnate. In genere la tipologia di *due diligence* è la seconda ad essere eseguita, poiché persistere nell'analizzare ogni aspetto comporterebbe un prolungamento eccessivo del processo, il quale rischierebbe di non giungere alla conclusione dell'affare⁴⁶. Pertanto, si preferisce focalizzare l'attenzione sulle questioni ritenute più rilevanti⁴⁷, in particolare su quegli aspetti non coperti dalle clausole di garanzia⁴⁸. Intercede, infatti, uno stretto legame tra *due diligence* e clausole di garanzia, in quanto obiettivi e importanza della *due diligence* sono «*inversamente proporzionali al grado di protezione offerto dalle clausole di salvaguardia e alle garanzie che eventualmente potrebbero già essere concesse in sede contrattuale dal venditore*»⁴⁹.

L'ambito della *due diligence* varia a seconda dei casi, ma quello che conta è, come sopra menzionato, «*l'individuazione dei rischi più significativi che l'acquisto della partecipazione comporta*»⁵⁰. «*L'assenza di una buona due diligence è [, infatti,] una delle principali*

⁴⁵ A. ARCANGELI, F. BIANCHI, L. RIZZI, *Come gestire le operazioni di M&A*. IPSOA, 2012, p. 77. Sul punto anche U. DRAETTA, C. MONESI, *op. cit.*, p. 114 e 115. Talora, come evidenzia M. SPERANZIN, *ult. op. cit.*, p. 333 nota 94, potrebbero essere esclusi dall'ambito d'indagine i contratti con la clientela, specie quando l'acquirente sia un concorrente.

⁴⁶ R. JILLSON, *Due diligence and Disclosure*, in *Due diligence, Disclosure and Warranties in the Corporate Acquisition Practice, International Bar Association Series*, 1991, p. 2, mette in luce come «*To insist on covering everything is to insist on a investigation that risks lasting forever and eventually precluding completion of a deal*».

⁴⁷ Come si accennava il processo di *due diligence* è un processo molto costoso, sia in termini temporali sia in termini economici, di conseguenza interesse delle parti si concentrerà solo su alcuni elementi.

⁴⁸ A. TINA, *op. cit.*, p. 162.

⁴⁹ V. CONCA, *Le acquisizioni*, Milano, 2001, p. 149.

⁵⁰ V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, *cit.*, p. 803.

cause di pessime performance finanziarie e una delle più ricorrenti ragioni di cause legali nei confronti degli amministratori»⁵¹.

La *due diligence* sostanzialmente si traduce nell'analisi dei seguenti ambiti⁵²: la *financial due diligence*, la *business due diligence*, la *legal accounting and tax due diligence*, la *integration and operational due diligence*.

- La *financial due diligence* ha come scopo l'analisi degli aspetti finanziari e patrimoniali della società sulla base dei dati contabili.
- La *business due diligence* ha come oggetto gli aspetti legati alla posizione del *seller* sul mercato, dei prodotti e dei clienti chiave.
- La *legal due diligence* si occupa di analizzare le situazioni giuridiche soggettive attive e passive del venditore. Di conseguenza, saranno esaminate la documentazione contrattuale, la consistenza patrimoniale, i brevetti, la conformità ai modelli organizzativi al d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231, ecc.
- L'*accounting due diligence* e la *tax due diligence*, si occupano dell'analisi del bilancio e del conto economico, valutando la conformità degli stessi alle regole e principi nazionali e sovranazionali nonché di tutti gli aspetti tributari, al fine di mettere in luce situazioni non *compliant* con la normativa.
- Infine, la *integration e operational due diligence* è volta ad analizzare le sinergie aziendali e i piani di integrazione tra le società.

In relazione all'ambito oggettivo della *due diligence* due osservazioni di attualità sono necessarie.

⁵¹ F.S. REED, A.R. LAJOUX, H.P. NESVOLD, *The art of M&A, A Merger, Acquisition, Buyout guide*. New York, McGraw-Hill, p. 347.

⁵² M. FAZZINI, *Due diligence 2019*, IPSOA, 2019, p. 5., ai cui si rinvia per una più approfondita analisi. Sul punto si noti come anche la c.d. *criminal due diligence* riveste un ruolo centrale.

Il primo attiene al sempre maggior rilievo che nell'ambito degli aspetti in sede di analisi di *due diligence* esaminati rivestono i fattori *ESG*. Tale sigla corrisponde a *Environmental, Social, Governance* e quindi agli aspetti ambientali sociali e di management della società che assumo oggi un rilievo centrale nelle decisioni d'investimento ed ecco perché tali aspetti non possono essere trascurati in sede di *due diligence* nemmeno nelle operazioni di più piccole dimensioni.

Il secondo a come, specialmente nelle pubblicazioni anglo-americane⁵³, sia stata messa in evidenza l'importanza dell'analisi di *due diligence* anche dell'ambito conosciuto come *cultural due diligence*, legata, quindi, al modo di condurre la società⁵⁴. È stato rilevato che uno dei motivi per cui le operazioni di M&A falliscono è proprio legato, infatti, agli aspetti "culturali" che differenziano le società coinvolte nell'operazione e alla loro organizzazione: quando due società si fondono, l'operazione riguarda non solo gli aspetti materiali (come la condivisione di edifici e tecnologie), ma anche quelli umani e culturali. Il rischio di ciò gli esperti definiscono «*culture clash*»⁵⁵ (scontro culturale) elemento che rappresenta oggi un fattore cruciale nell'operazione, dal quale dunque non si può prescindere nemmeno nella fase di *due diligence*. Questa dovrebbe essere volta a valutare anche il divario culturale in modo da prepararsi ad affrontarlo o, in alternativa, considerarlo come un ostacolo insormontabile («*deal-breaker*») proprio come altri aspetti più "tradizionali" del business⁵⁶.

Muovendo dall'ambito oggettivo e spostandosi su quello del soggetto che la esegue, si distinguono la *buy side due diligence* e la *vendor due diligence*, a seconda che questa sia per l'acquirente o per il venditore. La prima, di gran lunga più frequente, è svolta nell'interesse del soggetto che intende acquisire una partecipazione. A volte però trova spazio anche la seconda, quella svolta dal soggetto che, al contrario, intende cedere la

⁵³ Si veda esemplificativamente P. H. MIRVIS, L. M. MARKS, *The Human Side of Merger Planning: Assessing and Analyzing "Fit"*. *Human Resource Planning*, 15(3) (1992); S. MC GRADY, *Extending due diligence to improve mergers and acquisitions*, in *Bank accounting and finance*, 18.4, 2005, p. 17 ss.; F. LESSAMBO, *op. cit.*, p. 12 ss.

⁵⁴ D. R. DENISON, LA KO, *Cultural due diligence in mergers and acquisitions*, in *Advances in mergers and acquisitions*. Emerald Group Publishing Limited, 2016, p. 54.

⁵⁵ *Ibidem*.

⁵⁶ *Ivi*, p. 55.

partecipazione al fine di rendere più chiaro il processo di vendita⁵⁷. Tale seconda tipologia è oggi sempre più spesso attuata, in virtù della diffusione che il ricorso alle procedure di gara ha assunto in questo contesto in cui il venditore ha interesse a presentare, ai partecipanti alla gara, già un quadro esauriente di informazioni⁵⁸.

Da un punto di vista operativo, la fase di *due diligence* non risponde ad una sequenza di atti codificata, non essendovi nella normativa italiana specifiche disposizioni sul punto. Essa risponde piuttosto ad una sequenza pratica, che vede come momento centrale quello dello svolgimento della vera e propria indagine. Volendo schematizzare, si possono comunque individuare tre fasi: una prima fase di carattere preparatorio, volta ad approntare l'attività d'analisi, una seconda e centrale volta al vero e proprio esame della (società) *target* e, infine, la redazione del *report* di *due diligence*⁵⁹.

Lo svolgimento della *due diligence* viene regolato da vari documenti quali i *memorandum of understanding*, le lettere d'intenti (note anche semplicemente come *LOI* dalla loro traduzione inglese), nonché dagli accordi sulla riservatezza che le parti stipulano al primo contatto e di cui si dirà in seguito.

Fondamentale importanza riveste nella fase d'indagine pratica la *check list*, ossia un elenco strutturato di informazioni, suddivise per aree tematiche, che l'acquirente desidera conoscere al fine di formarsi un'adeguata base di conoscenza prima di procedere nell'acquisizione⁶⁰. Tradizionalmente queste informazioni venivano messe a disposizione in maniera fisica presso gli uffici della società *target* o, al fine di assicurare una maggior riservatezza, in un locale a tale scopo adibito (la c.d. *data room*);

⁵⁷ M. FAZZINI, *op. cit.*, p. 3.

⁵⁸ U. DRAETTA, C. MONESI, *op. cit.*, p. 115, in cui si nota anche come oltre allo spettro dei soggetti ora menzionati, altri soggetti possono avere interesse alla realizzazione della *due diligence* quali i giudici nell'ambito penale e civile ma anche il management della società.

⁵⁹ L. BRAGOLI, *La due diligence legale nell'ambito delle operazioni di acquisizione*, *cit.*, p. 1229.

⁶⁰ A mero titolo esemplificativo si chiederà l'elenco dei beni immobili posseduti, l'atto costitutivo e lo statuto vigente, partecipazioni in altre società ecc. Per un'analisi più completa sulla *check-list* legale si veda: U. DRAETTA, C. MONESI, *op. cit.*, p. 122 ss.; M. FERRUCCI, M. SANTINI, *Lo sviluppo dei processi di due diligence in ambito internazionale*, in *www.diritto.it*; A. ARCANGELI, F. BIANCHI, L. RIZZI, *op. cit.*, p. 114 ss.

oggi la modalità fisica è rara, facendosi più spesso ricorso a locali virtuali (le c.d. *virtual data rooms*)⁶¹.

L'attività di *due diligence* si conclude con il *due diligence report*, un documento analitico in cui vengono esposti i risultati dell'intera attività d'indagine. Tale documento viene poi spesso accompagnato dall'*executive summary*, che ne costituisce invece una sintesi.

Svolta questa breve disamina dei profili fattuali⁶² ci si concentrerà nelle pagine che seguono ad analizzare anzitutto la possibilità di configurare in capo al soggetto alienante un diritto alla *due diligence* e, successivamente, la rilevanza di questa attività nella prospettiva degli amministratori delle società coinvolte e delle sue parti. Gli amministratori della società *seller* saranno, infatti, responsabili nel caso in cui dovessero rendere al *buyer*, senza le opportune cautele, informazioni riservate circa la società e le sue attività. Dal canto loro, gli amministratori della società acquirente saranno responsabili nel caso in cui non dovessero raccogliere sufficienti informazioni e procedessero senza le dovute accortezze ad un'acquisizione che si riveli poi dannosa per la società. Infatti, pur non esistendo un obbligo espresso ad effettuare la *due diligence* prima di acquistare una partecipazione sociale, gli amministratori della società *buyer* saranno passibili di responsabilità nei confronti della stessa per mancato adempimento al loro dovere di diligenza, specie in considerazione del dovere di agire in modo informato che il Codice pone in capo agli stessi.

⁶¹ M. FAZZINI, *op. cit.*, p. 77. Con riferimento alla *data room* al fine di tutelare al massimo la riservatezza viene predisposto un apposito regolamento il c.d. regolamento di *data room*. Si noti come il tema della *data room* presenta importanti aspetti che meritano attenzione quali, tracciabilità degli accessi, non modificabilità dei documenti caricati, registrazione delle Q&A e tracciabilità dei documenti caricati in risposta alle stesse, affidabilità del *service provider*.

⁶² Per un'analisi più dettagliata di quelli che qui vengono indicati come aspetti fattuali si veda in particolare: A. TAMI, *La due diligence nelle operazioni di acquisizione e valutazione di aziende*, in *Riv. dott. comm.*, I- 2008, p.191 ss.; M. FERRUCCI, M. SANTINI, *op. cit.*; G. ALPA, A. SACCOMANI, *Procedure negoziali, due diligence e memorandum informativi*, in *Contr.*, 2007, p. 267 ss., specificatamente p. 278 s.

3. Esiste un diritto alla due diligence?

3.1. Introduzione

Introdotta la *due diligence* nella sua prospettiva operativa, occorre ora soffermarsi su aspetti di carattere ricostruttivo, legati anzitutto alla possibilità o meno di teorizzare un vero e proprio diritto alla *due diligence*. Come si avrà modo di spiegare, il socio, sia questi azionista o quotista, di regola non dispone di tutte quelle informazioni che è prassi vengano richieste e successivamente valutate dal *buyer* al fine di decidere o meno se procedere con l'operazione di acquisizione societaria. Si pone così il problema di come conciliare il diritto di vendere le quote con l'assenza in capo al socio di quelle informazioni che verranno richieste dal compratore e senza le quali questi non procederà al compimento dell'operazione⁶³.

La necessità di interrogarsi su un simile aspetto deriva dall'assenza di una risposta normativa sul punto, non essendovi nel nostro ordinamento disposizioni che si occupino in maniera specifica del tema. Si tratta di un argomento che risulta assai poco affrontato tanto dalla giurisprudenza quanto dalla dottrina non solo italiana⁶⁴, ma anche europea e potremmo dire mondiale. Se, infatti, ampie sono le discussioni e le trattazioni sugli aspetti fattuali della *due diligence*⁶⁵, quali le modalità con cui condurla piuttosto che le conseguenze giuridiche che discendono dal suo svolgimento e così via, poco e raramente ci si è soffermati sulla effettiva riconoscibilità in capo al socio alienante di un diritto a far eseguire la *due diligence*. La scarsità dell'indagine si deve

⁶³ Come rileva A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 17, l'assenza di *due diligence* nel compimento di simili operazioni rappresenta infatti ipotesi estremamente rara, ad esempio quando l'acquirente sia già socio- amministratore della società.

⁶⁴ Dove ad affrontare il tema si è speso prevalentemente e quasi esclusivamente per la dottrina A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., e in *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di "negata due diligence"*, in *Società*, 2018 p. 1380 ss., mentre il tema è quasi completamente sconosciuto nella giurisprudenza che vede un solo intervento, che verrà commentato nel capitolo 2 paragrafo 3, del Tribunale di Bologna.

⁶⁵ Si veda esemplificativamente S. LANTINO, P. CASUCCI, L. LIMIDO, *Acquisizioni di aziende e partecipazioni*. IPSOA, 2010; M. FAZZINI, *Due diligence 2019*, IPSOA, 2019; A. ARCANGELI, F. BIANCHI, L. RIZZI, *Come gestire le operazioni di M&A*. IPSOA, 2012; P. HOWSOM, *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*. Gower Publishing, Ltd., 2003; D.A. OESTEALAJ, J. HAAS, *Mergers and Acquisitions in a Nutshell*, West Academic Publishing, 2018.

anche e soprattutto alla prassi, che spesso su tale problema non si interroga, ritenendo il momento della *due diligence* una fase necessaria e indispensabile della fase precontrattuale: i soggetti che sarebbero titolari del potere-dovere di concederla o meno, ovvero sia gli amministratori, non si pongono il problema ritenendo tale prerogativa un dato oggettivo⁶⁶ che, di conseguenza, ricopre poco spazio anche a livello di trattazioni e giurisprudenza.

La domanda non trova risposta nemmeno guardando oltreoceano, proprio dove la *due diligence* è nata. Salve, infatti, rarissime eccezioni in cui il “*due diligence right*” ha fatto la propria comparsa, anche nelle corti americane della sua esistenza non si discute, ritenendolo un diritto insomma quasi naturale⁶⁷.

Il problema che qui si vuole affrontare lungi dall’essere relegato ad ipotesi meramente scolastiche si è presentato anche nella pratica. Ci si riferisce ad un’ordinanza cautelare del Tribunale di Bologna del 2018. Prima di soffermarsi su tale provvedimento, però, è necessario valutare se si possa discorrere di diritto alla *due diligence*, anche alla luce dei nuovissimi riscontri a cui è giunta la dottrina⁶⁸. Il problema di fondo è quello di far collimare un’ampia informazione, come quella che si prospetta in sede di *due diligence*, con la regola generale della riservatezza sociale, aspetto che si connota di una problematica ulteriore dal momento che la *disclosure* avviene nei confronti del socio alienante ma a favore dell’acquirente, un soggetto *extraneus* rispetto alla società.

La possibilità di riconoscere un diritto alla *due diligence* si interseca poi con un altro tema, quello della responsabilità degli amministratori, atteso che, come si vedrà meglio nel prosieguo della trattazione, sono questi ad autorizzare o meno lo svolgimento della *due diligence*.

⁶⁶ A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 21 nota 54.

⁶⁷ *Ivi*, p. 27. L’A., sottolineando la certezza di tale diritto, tanto da poter persino essere acquistato, nota anche come nell’ordinamento statunitense il diritto alla *due diligence* viene inteso non quale diritto del socio alienante quanto nella prospettiva dell’acquirente.

⁶⁸ Ci si riferisce alla recentissima monografia di A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit.

3.2. Sulla possibilità di configurare un diritto alla *due diligence*

La possibilità di configurare un diritto alla *due diligence* non può che muovere dalla disciplina codicistica. È da questa che occorre infatti valutare se possa emergere qualche indizio in tal senso (o in senso contrario, e quindi di divieto).

Nell'ambito delle società per azioni, una prima disposizione sulla quale occorre soffermarsi è l'art. 2422, co. 1, cod. civ., regolante il diritto di ispezione dell'azionista sui libri sociali. La norma consente così al socio di esaminare i libri indicati nel primo comma, ai numeri 1 e 2 dell'articolo 2421 cod. civ., nonché di ottenerne estratti a proprie spese. Quello che si riconosce all'azionista è sostanzialmente il diritto di ottenere l'esibizione del libro dei soci e di quello delle adunanze. Tuttavia, alla luce di quanto affrontato nei paragrafi precedenti in relazione all'oggetto della *due diligence*, avere contezza di quanto contenuto in tali documenti fa da subito capire come questi non siano idonei a fondare una conoscenza adeguata sulla società e sulle sue prospettive, perché insufficienti.

Inoltre, l'azionista non sarebbe nemmeno in grado di ottenere quelle informazioni necessarie al fine della *due diligence* per mezzo dell'informazione in assemblea. Tale informativa viene infatti fornita come risposta orale e non è dunque paragonabile a quella che si ottiene in sede di *due diligence*⁶⁹.

Se quanto detto non fosse sufficiente, si noti inoltre come il diritto d'informazione dell'azionista viene comunque subordinato all'interesse sociale alla riservatezza e alla tutela dei diritti di tutti gli altri soci⁷⁰ sicché anche questa norma poco spazio lascia ad una maggiore informativa.

Come si può ben vedere allora «nelle società per azioni, il diritto di informazione del socio è, in genere, sacrificato al prioritario interesse alla riservatezza della società»⁷¹.

Volendosi spostare dalle società per azioni all'ambito delle società a responsabilità limitata, il risultato non cambia. Se infatti nella S.r.l. «il diritto di controllo è

⁶⁹ A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 30.

⁷⁰ *Ivi*, p. 3.

⁷¹ Virgolettato dall'ordinanza Trib. Bologna, 23 luglio 2018.

riconosciuto con ampiezza»⁷², tant'è che per converso si afferma come «il diritto di informazione dell'azionista non può competere, per utilità ed ampiezza applicativa, col diritto all'informazione del socio di S.r.l.»⁷³, l'art. 2476 cod. civ. riconosce ai soci non amministratori, indipendentemente dal peso della partecipazione sociale posseduta⁷⁴, un accesso di più ampio raggio rispetto al socio di S.p.A.⁷⁵. Tale accesso si manifesta come diritto di informazione e come diritto di consultazione: il primo riguarda tanto l'andamento generale della società quanto singoli affari, il secondo ha ad oggetto sia i libri sociali obbligatori sia qualsiasi altro documento relativo all'amministrazione⁷⁶.

Il più ampio diritto di controllo del socio non implica però che le S.r.l. non siano oggetto di indagine nelle pagine che seguono. In questi contesti, come nell'ambito della S.p.A., attraverso la *due diligence* vengono rilevate informazioni che sono pur sempre informazioni riservate e che, quindi, devono tendenzialmente rimanere tali. La minor distanza tra il socio e le informazioni delle società non potrà essere difatti letta come fondamento legale per una *sell side due diligence*: il diritto di accesso che il legislatore riconosce in capo al socio è un diritto strumentale all'esercizio di diritti interni tra soci e nell'ambito dei rapporti tra questi e la società e non quindi in vista di un atto personale come sarebbe invece l'alienazione della partecipazione⁷⁷. Una volta che il socio dovesse aver acquisito tali informazioni, di conseguenza, non

⁷² V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, cit., p. 805.

⁷³ R. SACCHI, *Due ipotesi di asimmetria informativa consentita nelle spa non quotate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*. Giuffrè 2020, p. 53; A. MORELLO, *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di "negata due diligence"*, cit., p. 1387, in riferimento all'ordinanza del Tribunale di Bologna cit.

⁷⁴ In relazione alla problematica circa l'interpretazione della locuzione «soci che non partecipano all'amministrazione» si veda V. SANNA, *L'ambito di applicazione dei diritti di controllo spettanti ai "soci che non partecipano all'amministrazione" nelle s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 155 ss., specificatamente p. 159 ss.

⁷⁵ La norma è stata profondamente riformata con l'intervento del 2003 che ha voluto attribuire rilevanza centrale al socio, sul modello dell'art. 2475 cod. civ. Con riferimento alle società di persone. M. P. FERRARI, *Diritto di ispezione del socio di S.r.l. e trasferimento delle quote*, in *Società*, 2018, p. 849 ss.

⁷⁶ M. P. FERRARI, *op.cit.*, p. 850. L'A. nota anche come secondo la dottrina e la giurisprudenza prevalente il socio avrebbe anche diritto ad ottenere copia dei documenti consultati.

⁷⁷ A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 19.

potrebbe comunque rivelarle all'esterno⁷⁸. Il problema di fondo, che in definitiva accomuna tanto l'una quanto l'altra società di capitali e prescinde dall'ampiezza dell'informativa, è dunque, come nelle prossime pagine si vedrà meglio, quello della riservatezza aziendale, che rimane tale a prescindere dal tipo sociale. Prima di affrontare questo tema è però necessario svolgere alcune ulteriori osservazioni.

La prima osservazione è legata alle società unipersonali. Anche con riferimento a queste ipotesi, le difficoltà ricostruttive non sono meno rilevanti. Quanto al primo ambito, proprio l'elemento distintivo di tale tipo di società potrebbe indurre gli amministratori a sottovalutare l'interesse sociale⁷⁹.

Una seconda precisazione attiene al caso in cui il socio alienante ricopra la qualifica di amministratore. Anche in questa situazione il problema circa la possibilità di condurre la *due diligence* si pone negli stessi termini. Posto che, anche se in virtù della sua qualifica il socio-amministratore sarebbe a conoscenza di quelle informazioni necessarie all'indagine, non potrebbe comunque comunicarle al potenziale compratore⁸⁰.

3.3. Teorizzare un diritto alla due diligence partendo dall'attitudine circolatoria delle quote

Le problematiche che si pongono a questo punto sono due. La prima afferisce alla ricerca del fondamento giuridico sulla base del quale concedere al socio un accesso più ampio rispetto a quello che, normalmente, il legislatore gli riconosce sulla base delle norme sopra viste; la seconda al fondamento di questa autorizzazione.

⁷⁸ V. SANNA, *L'ambito di applicazione dei diritti di controllo spettanti ai "soci che non partecipano all'amministrazione" nelle s.r.l.*, cit., p. 157, secondo cui esisterebbe in capo ai soci «l'obbligo gravante sui soci - a sua volta espressione del più generale dovere di esercizio dei diritti secondo correttezza e buona fede - di non divulgare a favore di soggetti estranei alla compagine sociale le informazioni o la documentazione cui abbiano avuto accesso».

⁷⁹ A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 32.

⁸⁰ R. SACCHI, *op. cit.*, p. 52. Si noti invece come se fosse lo stesso soggetto a comprare forse la *due diligence* non sarebbe neanche necessaria.

L'elemento da cui occorre muovere nell'indagine che ci si accinge a svolgere è, secondo un'interpretazione, quello della circolazione delle azioni. Il principio che connota le partecipazioni azionarie nel nostro ordinamento è, invero, quello legato proprio alla loro circolazione, la quale costituisce una delle «*five core structural characteristics of the business corporation*»⁸¹, «*uno dei fondamentali principi di diritto delle società di capitali*»⁸². La circolazione delle azioni rappresenta invero un'eventualità tipica posto che la stessa è un bene creato in funzione della sua circolazione⁸³. E ciò si vede anche nell'interpretazione delle clausole statutarie che stabiliscono i termini e le condizioni per la trasferibilità delle azioni, delle quali la giurisprudenza, al fine di mantenerne la vocazione circolatoria, preferisce un'interpretazione formalistica non riconoscendo spazio, invece, ad interpretazioni estensive o analogiche⁸⁴. La libera trasferibilità delle azioni rappresenta dunque un effetto naturale del tipo societario, dove eventuali limitazioni non possono che rappresentare elementi accidentali⁸⁵.

L'azione si presenta, dunque, come uno strumento d'investimento la cui remunerazione non si ottiene solo all'interno, quindi come partecipazione all'utile, ma anche all'esterno nella prospettiva di prezzo della compravendita dell'azione⁸⁶.

Valutare la *due diligence* nel contesto della circolazione delle azioni induce ad una contrapposizione che coinvolge, da un lato, l'interesse alla riservatezza sugli *interna corporis* e, dall'altro, l'esigenza di un mercato. Ci troviamo di fronte a uno scontro tra due aspetti intrinseci al fenomeno delle società: la dimensione del mercato, legata per l'appunto alla circolazione delle azioni, e la dimensione dell'impresa, dove centrale

⁸¹ J. ARMOUR, R. H. KRAAKMAN, *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*. Oxford University Press, 2017, p. 5, secondo cui: «*the five core structural characteristics of the business corporation are: (1) legal personality, (2) limited liability, (3) transferable shares, (4) centralized management under a board structure, and (5) shared ownership by contributors of equity capital*».

⁸² A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 203.

⁸³ *Ivi*, p. 43.

⁸⁴ *Ivi*, p. 44.

⁸⁵ Così Trib. Roma, 9 maggio 2017, per cui «*sebbene non possa più oggi predicarsi che la libera trasferibilità costituisca un elemento imprescindibile delle azioni (quale elemento caratterizzante, a livello tipologico, la società per azioni), è stato efficacemente affermato che la libertà di cedere le azioni può essere ricostruita come un effetto naturale della società per azioni e che le particolari condizioni alle quali può essere sottoposto il trasferimento come elementi accidentali*».

⁸⁶ A. MORELLO, *ult. op. cit.*, p. 47.

valore assume la riservatezza⁸⁷. In questo contesto, di regola, il primo aspetto, ovvero l'esigenza informativa del socio, assume carattere recessivo rispetto al secondo, quello della riservatezza⁸⁸.

Soffermandoci sulla circolazione delle partecipazioni, tale attitudine si evidenzia nella netta differenza con quelle di persone: nelle società di capitali le quote possono circolare, di regola, liberamente, mentre nelle società di persone è necessario, di regola, ottenere il consenso unanime dei soci per la loro cessione⁸⁹. In pratica, ogni socio ha il diritto di decidere se acconsentire o meno alla cessione o all'ingresso di un nuovo socio. Il consenso unanime dei soci implica che ciascuno di essi abbia il potere di veto sulla decisione, poiché anche un solo socio che si oppone può bloccare l'alienazione delle quote o l'ammissione di un nuovo socio. Alla luce della disciplina societaria in tema di S.p.A., l'interesse alla circolazione delle quote è in definitiva ricostruibile come interesse *anche* sociale⁹⁰, un interesse dunque riconducibile alla *causa societatis*⁹¹.

Secondo l'opinione prevalente sia nella dottrina⁹² che nella giurisprudenza vi sono, dunque, una pluralità di interessi che possono classificarsi come interessi sociali e la massimizzazione del valore delle azioni rientra tra questi⁹³. Di conseguenza, se la massimizzazione del valore delle azioni è interesse sociale, non può non esserlo anche quello all'alienabilità delle stesse⁹⁴. In questa prospettiva la *due diligence* assurge così a

⁸⁷ *Ivi*, 40.

⁸⁸ *Id.*, *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di "negata due diligence"*, cit., p. 1384 s.

⁸⁹ G. AULETTA, N. SALANITRO, *Diritto commerciale*, Giuffrè Editore, 2010, p. 105.

⁹⁰ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 47, corsivetto dell'Autore. Nella stessa direzione anche R. SACCHI, *op. cit.*, p. 55 e Cass., 17 luglio 2007, n. 15950. In ambito di interesse sociale in generale si veda C. ANGELICI, *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, p. 255 ss.

⁹¹ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, cit., p. 369

⁹² Sul punto primo ad esprimersi in questo senso fu P.G. JAEGER, *L'interesse sociale Milano*, 1964, p. 201 ss.

⁹³ R. SACCHI, *op. cit.*, p. 54. Sembra porsi in questa direzione anche P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 303 ss., specificatamente p. 304, secondo cui interesse sociale è anche quello alla valorizzazione delle partecipazioni sotto il profilo reddituale e patrimoniale.

⁹⁴ R. SACCHI, *op. cit.*, p. 55.

momento funzionale all'alienabilità dell'azione e allora come tale realizza un interesse meritevole di tutela⁹⁵.

La possibilità di ricostruire un diritto alla *due diligence* deve quindi partire dal dato appena esposto, «dalla naturale vocazione alla circolazione delle azioni»⁹⁶: se è naturale che le azioni circolino, è allora necessario che tale possibilità si concretizzi anche nella realtà fattuale e che non rimanga confinata allo stadio di principio astratto. Da qui allora deriva la necessità di rimuovere ogni ostacolo che limiti l'effettiva circolazione delle partecipazioni⁹⁷. È in questo contesto che la *due diligence* assume un ruolo centrale quale momento necessario del procedimento di acquisizione⁹⁸, senza il quale, nella maggior parte dei casi, l'operazione di acquisizione societaria non potrebbe che fallire, stante che nessun acquirente ragionevole procederebbe in sua mancanza alla conclusione di un contratto di simile tenore⁹⁹. È allora proprio da questa premessa che, in quelle ipotesi in cui la *due diligence* sia obiettivamente indispensabile, potrebbe essere discutibile la decisione degli amministratori di non consentire lo svolgimento della stessa¹⁰⁰.

Riconosciuta così la possibilità di teorizzare un diritto alla *due diligence* quale momento essenziale senza il quale la circolazione della partecipazione di controllo non potrebbe avvenire, è ora necessario verificare quali siano le condizioni oggettive in cui il bisogno informativo del potenziale acquirente possa dirsi obiettivamente esistente. Il fine è quello di distinguere le situazioni (eccezionali) in cui effettivamente si può parlare di diritto alla *due diligence* da quelle in cui, invece, questo diritto non si può

⁹⁵ A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 39.

⁹⁶ *Ivi*, p. 48.

⁹⁷ *Ivi*, p. 48.

⁹⁸ M. SPERANZIN, *Circolazione dei modelli, diritto interno delle acquisizioni e i protagonisti del diritto commerciale*, ad esempio la definisce come «un momento centrale delle acquisizioni». Sul punto si veda anche Trib. Milano, 11 aprile 2021, n. 2751, in www.giurisprudenzadelleimprese.it, per cui la *due diligence* è una prassi delle acquisizioni.

⁹⁹ L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, cit., p. 256: «nessun acquirente diligente accetterebbe di concludere un contratto di acquisizione di un pacchetto azionario di rilievo senza prima ricevere informazioni supplementari sulla società rispetto a quelle disponibili e senza aver condotto un'approfondita *due diligence*». Nella stessa direzione si pone anche A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 48.

¹⁰⁰ A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 48.

riscontrare, rimanendo relegato al rango di interesse di fatto e dunque sacrificabile di fronte alla (normale e prevalente) riservatezza aziendale¹⁰¹.

La prima situazione in cui può dirsi sussistere il diritto ad ottenere le informazioni riservate è quella che si verifica allorché, per mezzo del SPA, circoli il controllo da partecipazione della società¹⁰². Quindi, in linea di principio, l'interesse alla riservatezza ha prevalenza sull'interesse informativo, salvo che non si tratti di un interesse informativo giuridicamente qualificato, come quello riscontrabile nelle ipotesi in cui la *due diligence* sia funzionale al perfezionamento di una compravendita avente per oggetto una quota attributiva del controllo¹⁰³.

Si sta qui evidentemente facendo riferimento all'art. 2359, comma 1, cod. civ., e quindi alla forma di controllo derivante dalla disponibilità dei voti nell'assemblea ordinaria.

Si tratta di una soluzione a cui si è potuti arrivare non solo guardando alla prassi delle acquisizioni societarie ma anche allo stesso Codice. Ci si riferisce all'art. 1337 cod. civ., base solida su cui giustificare la ricostruzione di cui si va discutendo e che deve guardare alla «*causa concreta e cioè alla funzione economico-individuale della compravendita*»¹⁰⁴. Da un punto di vista funzionale, infatti, l'acquisto del controllo sulla società non si traduce in mero investimento finanziario passivo, volto a cogliere i frutti della gestione altrui, ma in un affare dai connotati imprenditoriali, con un coinvolgimento attivo del potenziale acquirente nella gestione della società tale da giustificare un interesse informativo precontrattuale in deroga al generale principio di riservatezza degli affari sociali¹⁰⁵.

Si presti però attenzione: ragionando in questi termini non si vuole attribuire rilevanza agli stati soggettivi a fondamento della decisione assunta dal *buyer*¹⁰⁶, che,

¹⁰¹ *Ivi*, p. 53.

¹⁰² *Ivi*, p. 54.

¹⁰³ *Id.*, *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di "negata due diligence"*, cit., p. 1385.

¹⁰⁴ *Id.*, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 54.

¹⁰⁵ *Ivi*, p. 56.

¹⁰⁶ *Ivi*, p. 57.

come tali, rimangono privi di rilevanza legale¹⁰⁷, quanto piuttosto dare contezza ad un dato oggettivo, ossia la causa concreta del contratto che, determinando il trasferimento del controllo, si presenta evidentemente distinta da quella in cui un simile trasferimento del controllo non si possa riscontrare¹⁰⁸.

Il principio di buona fede consente, dunque, di giustificare ed attribuire rilevanza anche da un punto di vista giuridico (e non meramente di prassi) alla richiesta di informazioni da parte del potenziale acquirente di controllo¹⁰⁹: i risultati concreti che le parti mirano a raggiungere attraverso lo scambio di partecipazioni variano a seconda che si tratti o meno di partecipazioni di controllo. Da qui nasce la necessità di distinguere e adattare l'ampiezza dell'informativa precontrattuale in relazione alla differente situazione, adeguando i diritti e gli obblighi precontrattuali di conseguenza. Solo nel caso di trasferimento del controllo l'informativa precontrattuale potrà comportare il restringimento dell'area informativa coperta da riservatezza; negli altri casi, invece, quest'ultima si manterrà nella sua integrità senza subire compressione alcuna¹¹⁰. L'acquisto della quota attributiva del controllo «*presenta [difatti] peculiarità che non è dato riscontrare nelle altre operazioni di compravendita di partecipazioni*»¹¹¹. È quindi il trasferimento di una quota di capitale attributiva del controllo ad ampliare eccezionalmente i doveri di informazione precontrattuale *ex art. 1337 cod. civ.*, derogando alla regolamentare prevalenza della riservatezza fino al punto di poter parlare di diritto alla *due diligence*¹¹².

Chiarito che, secondo la tesi che pare preferibile, solo la circolazione della partecipazione di controllo può essere posta fondamento del diritto alla *due diligence*, è

¹⁰⁷ Trova nota in V. ROPPO, *Il contratto, seconda edizione*, 2011, Giuffrè, p. 358, per cui «*si motivi [...] restano fuori dal contratto perché non fanno parte della sua ragione giustificativa. [...] la frustrazione degli interessi che sono semplici motivi non suscita rimedi contrattuali*».

¹⁰⁸ A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, *cit.*, p. 58.

¹⁰⁹ *Ibidem*.

¹¹⁰ *Ivi*, p. 63. Sul punto sembrerebbe conformarsi anche G. ACERBI, *Gli amministratori di società per azioni di fronte al trasferimento del controllo: problemi e proposte di soluzione*, in *Rivista delle società*, 1997, p. 308, per cui l'informativa può essere data «*in occasione e in vista del passaggio del controllo (o di un pacchetto azionario cd. di riferimento e non invece in ogni altro caso di cessione di azioni*».

¹¹¹ A. MORELLO, *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di "negata due diligence"*, *cit.*, p. 1385.

¹¹² *Ibidem*; *Id.*, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, *cit.*, p. 64.

necessario ora capire quali tra le molteplici forme di controllo societario, che derivano dalla disciplina codicistica e da quella di settore, possono concretamente assumere tale ruolo giustificativo¹¹³.

Per ricostruire un diritto alla *due diligence* è da ritenere che sia innanzitutto il controllo di diritto *ex art. 2359 cod. civ.* a poter assurgere a giustificazione. Le partecipazioni vengono così in rilievo per il valore che esse esprimono sul piano del diritto di voto¹¹⁴. Infatti, quando il socio dispone della maggioranza dei voti in assemblea ordinaria, l'influenza dominante è addirittura considerata *in re ipsa*¹¹⁵.

Al di fuori di questa ipotesi e, quindi, fuori dal controllo di diritto dato dalla titolarità della maggioranza dei voti, per poter riconoscere un'influenza dominante sarà necessario verificare, per mezzo di un giudizio di fatto, se sussistano le condizioni per poter parlare non di meno di essa. Tali condizioni dipendono da una serie di fattori di fatto e di diritto, quali il grado di assenteismo o la presenza di patti parasociali che attribuiscono ad un insieme di soci il controllo sulla società¹¹⁶.

Il socio sarà dunque titolare del controllo di fatto in quelle situazioni in cui sia «*effettivamente in grado di indirizzare l'attività sociale secondo i propri interessi*»¹¹⁷.

Delineato così il controllo di fatto, saranno facilmente intuibili le ragioni per cui è da escludere che tale controllo possa venire in rilievo nella discussione che qui si va conducendo. Infatti, è del tutto evidente come quando si parla di diritto alla *due diligence* ci si collochi in uno spazio temporale, quello delle trattative, che è antecedente a quello in cui invece tale controllo di fatto si manifesterebbe e di cui non vi è certezza se non dopo l'acquisto: sarà invero solamente in questo momento successivo che si manifesteranno concretamente i reali rapporti di forza tra i soci¹¹⁸.

¹¹³ Oltre alle forme di controllo di cui all'art. 2359 cod. civ. ampie sono le forme di controllo ricostruite dalle diverse discipline speciali quali, ad esempio, dell'art. 23 del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (Decreto legislativo del 1 settembre 1993, n. 385) e dell'art. 93 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (Decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58) e così via.

¹¹⁴ A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 68.

¹¹⁵ Consob Comunicazione n. DEM/3074183 del 13 novembre 2003.

¹¹⁶ A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 71.

¹¹⁷ *Ivi*, p. 72.

¹¹⁸ *Ivi*, p. 73.

La possibilità di ricostruire un diritto alla *due diligence* sulla base di un controllo di fatto è da escludere anche per un'altra ragione. Mentre nel controllo di diritto, il venditore può disporre delle partecipazioni su cui questo si regge non mutandone la consistenza proprio perché si basa sulla stessa titolarità delle partecipazioni che vengono trasferite, il trasferimento di partecipazioni che fino a quel momento hanno consentito l'esercizio di un controllo di fatto non determina invece automaticamente l'ingresso del loro acquirente nella stessa posizione di potere di cui godeva l'ex socio. Anche dunque qualora il socio fosse titolare di un potere tale da imporre agli altri soci le proprie scelte, non sarebbe comunque in grado di trasferirlo con la semplice cessione delle partecipazioni¹¹⁹.

3.4. (segue)

Una volta stabilito che il diritto alla *due diligence* può derivare solo da un controllo di diritto, occorre soffermarsi su un altro aspetto a questo legato e che deriva dalla formulazione della norma che qui ora interessa. Il tema che si sta cercando di introdurre è quello della "disponibilità" del diritto di voto. L'art. 2359 comma 1, n. 1, cod. civ. nel disciplinare il controllo non si riferisce invero alla proprietà delle partecipazioni da cui deriva la maggioranza dei voti ma, come accennato, alla mera disponibilità degli stessi¹²⁰. Il controllo di diritto sussiste, allora, secondo certa dottrina «anche quando si abbia sulle azioni, o quote, altrui un diritto che attribuisce il voto, come nel caso dell'usufrutto o del pegno di azioni»¹²¹. Ciò che allora interessa per la trattazione che qui si conduce è se queste situazioni possano o meno costituire fondamento per un diritto alla *due diligence*. La soluzione corretta è la seconda, quella negativa: anche se esprimono la maggioranza dei voti in assemblea, il possesso di tali situazioni non proprietarie da parte del socio non costituisce un fondamento per il diritto alla *due diligence*. Questo

¹¹⁹ *Ivi*, p. 75.

¹²⁰ La norma testualmente riconosce il controllo a chi «*dispone della maggioranza dei voti*».

¹²¹ F. GALGANO, R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, CEDAM, 2006, p. 277.

vale sia nel caso in cui il socio le abbia costituite a favore di un terzo sia nel caso in cui le abbia ulteriormente trasferite, come nell'usufrutto¹²².

Si noti poi come la situazione e i poteri dell'usufruttuario e del creditore pignoratizio si presentano come situazioni a termine. Stando così le cose, non si può riconoscere in queste ipotesi una deroga al principio generale della riservatezza aziendale, posto che una simile eccezione può riconoscersi solo quando a circolare sia la titolarità sostanziale dell'impresa, la quale non può essere ricondotta in capo né al creditore pignoratizio né tantomeno all'usufruttuario, ma solo al socio, in piena proprietà, titolare del controllo di diritto¹²³, evitandosi in questo modo «*la dissociazione tra diritto di voto e altri diritti sociali che l'art. 2352, comma 1, c.c. prevede salvo convenzione contraria*»¹²⁴.

L'importanza che connota il trasferimento del controllo emerge poi in maniera preponderante nel contesto della negoziazione del prezzo. Il fatto che l'acquirente acquisti o meno anche il controllo di diritto non sarà certo influente sul prezzo. Nel primo caso, includerà una rilevante componente di correzione a rialzo, detta "premio di controllo", volta a remunerare proprio il passaggio del controllo; mentre, nella seconda ipotesi, non subirà un tale aumento e anzi potrebbe essere oggetto di uno "sconto di minoranza"¹²⁵. È allora proprio la prospettiva di pagare oltre al prezzo anche il "premio di controllo" che pone il potenziale acquirente in una posizione diversa da quella di un "normale" acquirente: la situazione di chi acquista il controllo è speciale rispetto a quella di qualsiasi altro acquirente ed essa richiede di rafforzare la tutela informativa precontrattuale¹²⁶, riconoscendo in capo ai venditori obblighi di informazione più puntuali e approfonditi¹²⁷.

Non solo poi la *due diligence* si presenta come momento essenziale al fine di negoziare un prezzo che possa dirsi giusto, ma servirà anche al *buyer* al fine di prendere

¹²² A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori informativi*, cit., p. 78.

¹²³ *Ivi*, p. 79.

¹²⁴ *Ivi*, p. 80.

¹²⁵ *Ivi*, p. 83.

¹²⁶ *Ivi*, p. 85.

¹²⁷ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, cit., p. 359.

una decisione che sia, sotto un punto di vista imprenditoriale, ben informata, posto che, a compimento dell'operazione, sarà su questi che ricadrà la responsabilità (esclusiva o prevalente) dell'organizzazione dell'impresa¹²⁸. La conoscenza delle conseguenze, che si verificheranno dopo la vendita di una quota che conferisce il controllo legale, sembra quindi giustificare e addirittura richiedere, conformemente all'art. 1337 cod. civ., l'ampliamento delle informazioni accessibili al potenziale acquirente durante la fase di negoziazione¹²⁹. Il rischio che si pone in capo al *buyer* non è quindi solo quello finanziario, derivante dal fatto di dover pagare un prezzo non in linea con il reale valore dell'azienda, ma anche quello imprenditoriale e del suo possibile fallimento, tant'è che manterrebbe la sua funzione anche qualora non fosse corrisposto un prezzo¹³⁰.

3.5. *Due diligence e interesse sociale*

Fino a questo punto si è discusso della *due diligence* come momento volto a soddisfare l'interesse del socio ad alienare la propria partecipazione. Oltre a questa situazione, ve ne sono poi altre in cui la conduzione di tale indagine corrisponde ad un interesse non più del socio ma della stessa società. Ciò accade in due contesti: il primo è quello in cui vi sia una clausola statutaria che preveda espressamente, in caso di cessione delle partecipazioni, un diritto alla *due diligence*; il secondo è quello in cui si può ravvisare un interesse della società nella circolazione delle partecipazioni¹³¹.

Muovendo dalla prima situazione, occorre anzitutto domandarsi se una simile pattuizione possa trovare spazio e, quindi, se la riservatezza aziendale possa essere derogata dallo statuto per mezzo di una clausola, che in vista del trasferimento della partecipazione preveda la possibilità di accedere prima e divulgare poi una serie di informazioni normalmente riservate. Da un punto di vista generale, a seguito delle

¹²⁸ A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 86.

¹²⁹ *Ivi*, p. 87.

¹³⁰ *Ivi*, p. 88.

¹³¹ *Ivi*, p. 91.

riforme del diritto societario, il legislatore ha attribuito un ruolo preminente all'autonomia statutaria¹³² ed è quindi immaginabile che la risposta possa essere affermativa. Ma non ci si fermi qui: per giustificare la clausola che attribuisce il diritto alla *due diligence* sono richiamabili anche altri principi.

Il primo è quello della derogabilità del diritto d'opzione quando l'interesse della società lo esige, *ex art.* 2441, co. 5, cod. civ. Il richiamo a quest'ultima norma fa emergere un dato centrale: come la legge consente all'assemblea di derogare a uno dei principi cardine del nostro sistema societario, quello del diritto d'opzione, così sarà possibile per lo statuto prevedere ulteriori diritti in capo ai soci, quale il diritto alla *due diligence*, volti ad agevolare la circolazione delle partecipazioni¹³³.

Tale diritto potrebbe anche essere attribuito solamente ad alcuni soci, facendo ricorso allo strumento della "categoria di quote o azioni" e a quello dell'attribuzione personale al socio. Quanto alla prima modalità, può farvisi ricorso per mezzo dell'art. 2348 comma 2 cod. civ. nell'ambito delle azioni e per mezzo dell'art. 26 comma 2 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (convertito dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221) con riferimento alle quote di S.r.l. rientranti nel novero delle "piccole e medie imprese"¹³⁴. Sempre con riferimento alle S.r.l. è poi possibile, come si accennava poco sopra, ricostruire un diritto alla *due diligence* su base personale. L'art. 2468 cod. civ. consente infatti al comma 3, per tutte le S.r.l. (e non solo quindi per quelle qualificate come "piccole e medie imprese") che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società, tra i quali si può ritenere rientri anche quello di cui qui si va trattando¹³⁵.

Chiaramente le due strade qui prospettate presentano importanti differenze: mentre nella prima ipotesi il trasferimento della quota non incide sul diritto alla *due diligence*, il

¹³² T. TASSANI, *Autonomia statutaria delle società di capitali e imposizione sui redditi*, Giuffrè, 2007, p. 5.

¹³³ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 92. L'A. sottolinea però alla pagina successiva come la clausola non si possa limitare ad una enunciazione di principio ma debba assicurare la «*dovuta certezza applicativa*» e allora proprio per questo devono essere indicati presupposti, condizioni e termini entro cui il diritto va attivato.

¹³⁴ *Ivi*, p. 94.

¹³⁵ *Ibidem*.

quale seguendo la quota che viene ceduta si manterrà comunque inalterato, nel secondo caso, quello dei diritti particolari, il diritto si estinguerà¹³⁶ o, in caso di trasferimento parziale della quota, rimarrà in capo al socio alienante, non essendo i diritti particolari incorporati nella quota¹³⁷.

Vi sono poi delle situazioni in cui è possibile riscontrare un vero e proprio interesse della stessa società alla *due diligence*, quale fase funzionale al soddisfacimento dell'interesse sociale alla circolazione delle partecipazioni. Si potrebbe, infatti, porre il caso in cui il perfezionamento dell'operazione risponda non solo ad un interesse del socio, ma presenti anche dei profili di oggettiva convenienza per la società¹³⁸. In queste ipotesi, come nel caso in cui faccia capo al potenziale acquirente un'altra società con la quale sviluppare delle sinergie competitive, gli amministratori dovrebbero assumere un ruolo ancor più determinante nel realizzare l'operazione, posto che questa in definitiva soddisfa appunto un interesse che è dovere degli amministratori curare.

Per dare una risposta alla domanda di partenza, circa la possibilità di derogare al generale principio di riservatezza a fronte di un altro interesse sociale, è necessario partire da una norma poco sopra già richiamata, l'art. 244,1 co. 5 cod. civ. circa il diritto d'opzione. Il richiamo a questa disposizione è funzionale a trarre una conclusione: come un diritto centrale quale quello di opzione può essere derogato al fine di garantire l'interesse sociale ad una determinata composizione dell'azionariato, così lo stesso interesse sociale sarà capace di superare i vincoli della riservatezza aziendale¹³⁹. Non avrebbe a ben vedere ragione di esistere una preclusione in senso contrario, posto che l'interesse verso l'ingresso di un nuovo determinato soggetto si può manifestare non

¹³⁶ Consiglio notarile di Milano Massima n. 171 del 27 novembre 2018.

¹³⁷ Si veda R. GUGLIELMO, M. SILVA in Consiglio nazionale del notariato studio n. 138-2011/I del per cui: «*in caso di trasferimento della intera quota del socio "particolare" i diritti di cui all'art. 2468, comma 3, c.c. non solo non si trasferiscono al cessionario (nuovo socio) unitamente alla partecipazione da costui acquisita ma addirittura sono naturalmente destinati alla estinzione*»; A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 95.

¹³⁸ A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 96.

¹³⁹ *Ivi*, p. 97.

solo in sede di aumento di capitale, ma anche nel contesto di una vicenda circolatoria e quindi in sede di compravendita di partecipazioni¹⁴⁰.

A conclusione del discorso che si conduce è necessario soffermarsi su un caso particolare di diritto alla *due diligence*, definita come di “implicita” (o “indiretta”) derivazione statutaria¹⁴¹. Il tema che si sta cercando di introdurre è quello della prelazione statutaria, ovverosia quelle situazioni in cui sia prevista una clausola statutaria di prelazione. Anche in questa ipotesi difatti si può riscontrare un interesse sociale alla *due diligence*, quale momento necessario al fine di dare concretizzazione ad una previsione dello statuto (quella di prelazione). Si noti, però, come questa situazione sia ben diversa rispetto a quella vista poco sopra: il diritto alla *due diligence* spetterebbe qui al socio non come disponente, bensì come acquirente (e quindi in questo caso si parlerebbe di *due diligence* nell’eccezione che si era detto veniva intesa negli Stati Uniti).

3.6. I titolari del diritto alla *due diligence*

Giunti a questo punto della trattazione, occorre meglio individuare i soggetti in capo ai quali si può effettivamente riconoscere un diritto alla *due diligence*. Come si è visto il diritto di cui si discute è funzionalmente connesso alla cessione di una partecipazione attributiva del controllo di diritto. Da questa enunciazione si può derivare una prima conclusione: il diritto alla *due diligence* non per forza è riconoscibile in capo al soggetto titolare del controllo di diritto sulla società, posto che tale diritto sussiste per l’appunto solo nella situazione in cui dovesse essere ceduto il controllo di diritto; in caso contrario tale prerogativa non potrebbe essere attribuita nemmeno al socio di controllo, mancando quel collegamento funzionale con la cessione del controllo¹⁴².

¹⁴⁰ *Ivi*, p. 98.

¹⁴¹ Il rilievo è di A. MORELLO, in *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 98 s., da cui si trae la ricostruzione che segue.

¹⁴² A. MORELLO, *ult. op. cit.*, p. 99.

Stando così le cose, non si potrebbe di conseguenza discutere di diritto alla *due diligence* quando la compravendita introdotta dal socio di controllo non avesse per oggetto lo stesso controllo¹⁴³. Tale situazione si potrebbe verificare quando questi dovesse cedere solo parte delle sue partecipazioni, mantenendo inalterata la propria influenza sulla società (e quindi mantenendone il pieno controllo) che non verrebbe dunque trasferita, oppure quando lo stesso socio di controllo dovesse cederle in un unico contesto negoziale ma con più atti di trasferimento, senza che si determini, anche in questo caso, alcun cambio del controllo, rimanendo quindi necessaria la prevalenza dell'interesse aziendale alla riservatezza¹⁴⁴.

Al contrario, non è da escludere che un diritto alla *due diligence* possa essere riconosciuto in capo a una pluralità di soci individualmente di minoranza che, però, cedano congiuntamente e nei confronti del medesimo acquirente un ammontare di quote tale da attribuire a quest'ultimo il controllo di diritto sulla società¹⁴⁵.

Sempre con riferimento alla posizione del socio di minoranza vi è poi un'altra circostanza in cui è possibile riconoscere un diritto alla *due diligence*. Si tratta dell'ipotesi in cui l'acquirente proceda in un primo momento all'acquisto di una partecipazione di minoranza per poi, una volta assunta la posizione di socio, svolgere una *due diligence* volta a valutare l'opportunità di aumentare il proprio impegno nella società e, specificatamente, finalizzata all'acquisto della partecipazione di controllo. Il primo e il secondo momento andrebbero quindi letti congiuntamente, nel contesto di un'unica operazione economica, che, comportando l'acquisto del controllo di diritto, attribuirebbe al soggetto il diritto alla *due diligence*.

Vi è poi un altro caso dove, apparentemente, si potrebbe riconoscere il diritto alla *due diligence*. Si tratta della situazione in cui vi sia un sindacato di controllo i cui voti esprimano la maggioranza degli stessi in assemblea. Come confermato dalla Consob¹⁴⁶, la posizione del socio maggioritario all'interno del sindacato è da considerare allo stesso

¹⁴³ *Id.*, *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di "negata due diligence"*, cit., p. 1386.

¹⁴⁴ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 100.

¹⁴⁵ *Id.*, *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di "negata due diligence"*, cit.; *Id.*, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 101.

¹⁴⁶ Comunicazione n. 92005380 del 24 luglio 1992, in Bollettino n. 5/97, edizione speciale.

modo di quella del socio controllante di diritto della società. In questo caso, però, il diritto alla *due diligence* è da escludere: con il trasferimento della sua partecipazione non si trasferisce infatti anche il controllo di diritto e, di conseguenza, non è possibile ammettere una deroga alla riservatezza¹⁴⁷.

3.7. *Due diligence e parità di trattamento*

Giunti a questo punto della trattazione è opportuno domandarsi se esistano indici che, al contrario di quanto si è fino ad ora visto, suggeriscano un’impossibilità o un divieto di configurare il diritto alla *due diligence*. Invero, un principio che in tal senso potrebbe far dubitare di una simile possibilità è quello della parità di trattamento.

Pur non essendovi nel nostro ordinamento una norma che si esprima a chiare lettere in tal senso¹⁴⁸, buona parte della dottrina «*considera tale principio alla stregua di una clausola generale*»¹⁴⁹. L’assenza di una norma di portata generale non impedisce, infatti, di ricostruire il principio in parola sulla base di una serie di disposizioni di legge che su tale principio si fondano. Si pensi a tutte quelle norme che tutelano l’interesse del socio a mantenere inalterato il suo “peso” all’interno della società. Ci si riferisce anzitutto all’art. 2344, comma 1, cod. civ., che, in maniera speculare a quanto avviene nel diritto d’opzione e nel perseguire l’obbiettivo anzidetto, prevede l’obbligo di offrire le partecipazioni del socio moroso agli altri soci «*in proporzione della loro partecipazione*»¹⁵⁰. Espressione del principio di cui si discute è anche l’art. 2491 cod. civ. che, in tema di procedimento di liquidazione, prevede che, ove i fondi disponibili non fossero

¹⁴⁷ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 103.

¹⁴⁸ Ci si riferisce chiaramente alle società chiuse e ciò a differenza di quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio in cui l’art. 92, co. 2, T.U.F., impone agli emittenti di assicurare a tutti i portatori di strumenti finanziari il medesimo trattamento qualora in si trovino in identiche condizioni. Sul punto si veda C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 29 ss., specificatamente p. 76.

¹⁴⁹ V. BUONOCORE, *Principio di eguaglianza e diritto commerciale*, cit., p. 555 ss.; sul pacifico riconoscimento del principio della parità di trattamento anche R. SACCHI, *op.cit.*, p. 50, secondo cui tale principio è consolidato e condivisibile.

¹⁵⁰ G. D’ATTORRE, *op. cit.*, p. 210.

sufficienti a soddisfare i creditori sociali, i liquidatori possano rivolgersi ai soci e chiedere, in maniera proporzionale, i versamenti ancora dovuti. Non solo, anche l'art. 2437 *quater*, co. 1, e l'art. 2538 cod. civ. sarebbero indici nel medesimo senso¹⁵¹, prevedendo il primo, che le azioni del socio recedente debbano essere offerte dagli amministratori in opzione agli altri soci in proporzione al numero delle azioni possedute, il secondo attribuendo ad ogni socio corporatore un voto indipendentemente dal valore della quota o dal numero delle azioni possedute.

Senza soffermarsi sul tema della parità di trattamento, e focalizzandosi sulla domanda che poco sopra si è posta, quindi, se il principio di parità di trattamento possa ostacolare l'esperimento della *due diligence*, essa deve ottenere risposta negativa. Il diverso trattamento riservato ai soci si fonda infatti su una diversità oggettiva tra di essi: i soci sono in posizioni diseguali ma ciò è perfettamente in linea con le regole del diritto societario. Codesto risultato non pare ostacolato neanche volendo guardare all'art. 2348 cod. civ., norma ai sensi della quale i diritti sociali devono essere attribuiti in misura proporzionale al conferimento. La disposizione, però, si ferma sul piano statico senza occuparsi di quello dinamico, ossia della parità di trattamento da parte degli organi sociali nell'attuazione del contratto sociale. È proprio la diversità dei piani a non consentire di utilizzare l'art. 2348 cod. civ. per fondare una parità di trattamento tra i soci nello svolgimento dell'attività societaria¹⁵²: prevedendo tale parità di trattamento la norma si riferisce ai diritti che derivano dalle azioni, quando invece, il diritto alla *due diligence* non è derivante da quest'ultime bensì dalla posizione di potere che la quota attribuirà al futuro socio di controllo di diritto¹⁵³. Concedere al socio un'informativa più ampia di quella che generalmente gli è riconosciuta non viola quindi la parità di trattamento, essendo il socio alienante in una posizione diversa dagli altri soci¹⁵⁴.

¹⁵¹ V. BUONOCORE, *op. cit.*, p. 560.

¹⁵² G. D'ATTORRE, *op. cit.*, p. 202.

¹⁵³ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, *cit.*, p. 110.

¹⁵⁴ R. SACCHI, *op. cit.*, p. 56. Non sembra condividere tale orientamento R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, vol. 10, t. 2, Torino, 1993, p. 559 s., per cui bisognerebbe di evitare di fornire le informazioni al compratore della quota di maggioranza «evitando così discriminazioni tra gli azionisti, piccoli o grandi che siano».

Al fine di escludere l'applicazione del principio di parità di trattamento, si potrebbe anche sostenere come in realtà una problematica non si ponga, realizzandosi l'asimmetria informativa a favore del potenziale acquirente e quindi verso un terzo rispetto agli altri soci¹⁵⁵. In questo caso mancherebbe, infatti, quel parametro di relazione fondamentale e necessario affinché la stessa si instauri¹⁵⁶. Una simile affermazione non pare però convincente nel contesto che qui si sta esaminando e questo per due ordini di ragioni. Anzitutto, essa non tiene conto di quelle situazioni, per vero già accennate nel presente lavoro, in cui l'acquirente beneficiario della *due diligence* sia già un socio, il quale voglia aumentare il proprio coinvolgimento nella società¹⁵⁷. Inoltre, se è vero che la rivelazione delle informazioni avviene a favore del terzo acquirente, questa non può che passare per il tramite del socio alienante che, in quanto tale, avrà un forte interesse in tal senso¹⁵⁸. È quindi ben evidente come la comunicazione al terzo sia funzionale, oltre che all'interesse del compratore, anche a quello dei soci.

Al di là di quest'ultima nota, l'aspetto sul quale soffermarsi rimane sempre l'impossibilità di ravvisare nella collaborazione degli amministratori con il socio alienante un comportamento pregiudizievole e lesivo della parità di trattamento e, di conseguenza, l'impossibilità di limitare il diritto alla *due diligence* sulla base di questo rilievo.

3.8. *Due diligence e S.r.l.*

Vista la posizione dell'azionista è ora necessario soffermarsi su quella del quotista. Come si vedrà le due posizioni sono, nella prospettiva di cui ora si discute,

¹⁵⁵ Solleva questa problematica R. SACCHI, *op. cit.*, p. 51.

¹⁵⁶ A ricostruire l'eguaglianza in questi termini, quindi come rapporto tra soggetti collegati è G. D'ATTORRE, *op. cit.*, p. 1.

¹⁵⁷ R. SACCHI, *op. cit.*, p. 51.

¹⁵⁸ *Ivi*, p, 52.

assimilabili, necessitando il bisogno di tutela del secondo di tutele equiparabili a quelle del primo.

Anche in questo ambito, il punto di partenza dal quale è necessario che la trattazione prenda avvio è quello della distinzione tra l'operazione al cui esito il soggetto risulterà titolare del controllo di diritto e tutte le altre¹⁵⁹. Due sono i punti fermi che avvicinano le due forme di società di capitali.

Il primo attiene al fatto che anche qui, come nel caso delle società per azioni, assume rilievo primario la distinzione tra l'ipotesi in cui oggetto dell'operazione sia l'acquisto del controllo di diritto da un lato, e tutte le altre ipotesi di acquisto dall'altro¹⁶⁰. Anche con riferimento alle S.r.l. si mantiene allora viva la distinzione tra l'investimento finanziario e quello imprenditoriale¹⁶¹. Si noti inoltre che, in tema di controllo e diritti particolari, anche con riferimento alle S.r.l. si deve giungere alle stesse conclusioni che si è giunti in tema di S.p.A. così, anche in questo contesto, non si tratterà di trasferimento del controllo allorché il socio per mezzo di diritti particolari sia in grado di controllare di fatto la società, ne tantomeno potrà di ciò discutersi qualora la partecipazione oggetto di trasferimento sia quella del socio dominante, che riesca, in virtù di tale sua posizione, a bloccare le scelte degli amministratori da lui non revocabili¹⁶².

Il secondo punto fermo concerne alla circolazione delle quote che, proprio come le azioni, circolano mediante contratti di compravendita¹⁶³.

Una caratteristica tra tutte differenzia però le partecipazioni di S.p.A. da quelle di S.r.l., quella relativa alla circolazione. Le partecipazioni nella S.r.l. non possono essere, infatti, rappresentate da azioni e dunque, a differenza delle S.p.A., non possono essere incorporate in titoli¹⁶⁴. Inoltre, di norma, non possono neppure essere suddivise in frazioni omogenee del capitale, con l'eccezione delle S.r.l. PMI, dove invece è

¹⁵⁹ *Ivi*, p. 114.

¹⁶⁰ *Ibidem*.

¹⁶¹ *Ivi*, p. 115.

¹⁶² *Ivi*, p. 118.

¹⁶³ *Ivi*, p. 115.

¹⁶⁴ M. CIAN, *Diritto commerciale. III. Diritto delle società. Giappichelli, Torino, 2020, p. 695.*

riconosciuta la possibilità di emettere categorie di quote anche standardizzate. È da notare, però, come le recenti riforme legislative abbiano in realtà sempre più avvicinato le S.r.l. alle S.p.A. Si pensi, per esempio, alla possibilità per le S.r.l. PMI di accedere al mercato dei capitali di rischio collocando, mediante appositi portali (art. 100-*ter*, co. 1-*bis*, TUF), quote sul mercato (il c.d. *equity crowdfunding*)¹⁶⁵.

Tuttavia, questa seconda caratteristica non priva le quote di S.r.l. di un'attitudine circolatoria e per questo, di regola, sono liberamente trasferibili. È allora proprio la possibilità della circolazione della quota a non escludere la rilevanza della discussione che si sta conducendo anche nelle società a responsabilità limitata¹⁶⁶.

Deve però essere fatta una precisazione. Il legislatore, dapprima con riferimento alle *start-up* innovative¹⁶⁷ e poi anche con riferimento alle S.r.l. PMI¹⁶⁸, ha riconosciuto la possibilità di creare quote con diritti diversi sia con diritti maggiorati sia con diritti depotenziati (fino anche ad avere delle quote prive di diritto di voto)¹⁶⁹. Chiaramente simili circostanze non possono essere ignorate nel contesto che qui si sta analizzando, potendo tali situazioni incidere sulla determinazione del socio controllante di diritto¹⁷⁰.

3.9. La posizione degli amministratori di fronte alla richiesta di due diligence. Cenni e Rinvio.

Giunti a questo punto è necessario analizzare il ruolo che gli amministratori della società *seller* assumono nell'ambito dell'operazione. Quella da loro ricoperta è una posizione di carattere centrale e fondamentale al buon esito della negoziazione. Come si accennava in apertura della discussione, sebbene solitamente non sia questo un tema

¹⁶⁵ *Ivi*, p. 696 secondo cui «Attraverso il crowdfunding, le s.r.l. PMI possono, così, rivolgersi al pubblico degli investitori ed avvicinarsi alle logiche proprie delle società per azioni». Si veda anche *Ivi*, p. 712.

¹⁶⁶ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 115-116.

¹⁶⁷ Art. 26, co. 2, d.l. 179/2012.

¹⁶⁸ Art. 57, co. 1, d.l. 50/2017.

¹⁶⁹ M. CIAN, *Diritto commerciale*, cit., p. 701.

¹⁷⁰ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 119.

sul quale gli amministratori si soffermino, a ben vedere sono questi a detenere le informazioni rilevanti ai fini dell'indagine di *due diligence*.

I problemi che da questa circostanza sorgono attengono sostanzialmente a due aree. La prima è legata al vero e proprio diritto alla *due diligence*, dove la problematica si pone circa possibili scorrettezze degli amministratori che, con il loro comportamento, potrebbero compromettere il buon esito della trattativa. La seconda concerne come gli stessi debbano bilanciare la *disclosure* con il principio di riservatezza sugli affari societari.

Il problema che è anzitutto necessario risolvere è capire se gli obblighi derivanti dall'art. 1337 cod. civ. siano riferibili non solo alle parti della trattativa ma anche a soggetti che, come gli amministratori, non saranno parte del contratto che si va concludendo. La questione assume rilevanza centrale dal momento che attribuire loro una possibilità di collaborazione piuttosto che un obbligo avrebbe come conseguenza quella di attribuire loro un potere di veto sulla cessione¹⁷¹.

Secondo parte della dottrina¹⁷², sostenuta anche dalla giurisprudenza¹⁷³, la problematica otterrebbe soluzione positiva, sicché gli obblighi informativi precontrattuali graverebbero anche sugli amministratori che, seppur formalmente terzi rispetto al contratto, in una prospettiva concreta ne risultano parti necessarie, essendo questi i detentori di quelle informazioni indispensabili per adempiere agli obblighi di informativa precontrattuale¹⁷⁴. Gli amministratori opereranno quindi come ausiliari del socio disponente e proprio, per questo, è possibile riconoscere anche nei loro confronti l'applicabilità dell'art. 1337 cod. civ.¹⁷⁵. Dunque, se non vi fosse il diritto alla *due diligence*, la trattativa sarebbe rimessa alla libera scelta degli amministratori, che, sebbene terzi

¹⁷¹ G. ACERBI, *op. cit.*, p. 317.

¹⁷² C. GRANELLI, *Gli obblighi informativi nella formazione dell'accordo contrattuale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 34, 7, p. 1208; A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, *cit.*, p. 125.

¹⁷³ Cass., 18 luglio 2002, n. 10403, in *Mass. Gius. civ.*, 2002; Cass., 8 aprile 2011, n. 8034, in *Mass. Gius. civ.*, 2011, p. 560; Trib. Roma, 27 marzo 2015, in *Società*, 2016, p. 439.

¹⁷⁴ *Ivi*, p. 125. L'A. richiama sul punto anche Cass. 12 luglio 2007, n. 13766 e Trib. Milano, 22 luglio 2010, in *Giur. it.*, 2011, p. 1079.

¹⁷⁵ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, *cit.*, p. 141.

alla stessa, sarebbero liberi di incidervi¹⁷⁶. Quella degli amministratori è pertanto una collaborazione giuridica, declinandosi tale dovere in una serie di valutazioni che non possono dirsi discrezionali¹⁷⁷, in cui gli amministratori sono tenuti, anche nel caso in cui la *due diligence* è un diritto, a individuare il punto di equilibrio tra l'interesse alla riservatezza e quello alla collaborazione¹⁷⁸.

L'operazione assume quindi rilevanza sia dal punto di vista delle parti sia dal punto di vista della società e questo non già solo perché in questo modo si modificano gli assetti proprietari, ma anche in vista delle informazioni che gli amministratori rendono al socio alienante e che questi rende al potenziale acquirente¹⁷⁹.

Dall'altro lato, il rifiuto opposto dagli amministratori al socio che richiede la *due diligence*, ove dovesse rilevare profili di arbitrarietà, potrebbe essere fonte per gli stessi di responsabilità¹⁸⁰.

Facendo un passo indietro e spostandosi dal piano di diritto a quello pratico, il primo momento è quello della richiesta di *due diligence* che il socio indirizza all'organo gestorio, indicando lo scopo, l'oggetto e la durata della *due diligence*¹⁸¹. Di fronte alla richiesta gli amministratori saranno tenuti a valutare, in sede di consiglio di amministrazione¹⁸², se l'interesse alla *due diligence* sia prevalente rispetto a quello alla riservatezza e, in tal caso, adottare le forme comunicative che comportino il minor pregiudizio possibile alla riservatezza aziendale¹⁸³. Il ruolo che si pone quindi in questo contesto in capo agli amministratori è simile a quello che ricade in capo agli

¹⁷⁶ *Ivi*, p. 132.

¹⁷⁷ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 140.

¹⁷⁸ *Ibidem*.

¹⁷⁹ *Ivi*, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 142.

¹⁸⁰ *Id.*, *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di "negata due diligence"*, cit.

¹⁸¹ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri informativi*, cit., p. 147. L'A. sottolinea anche come questa richiesta sia diversa da quella che la pratica conosce con i termini di "*due diligence request*" che invece è indirizzata dal potenziale acquirente al socio disponente.

¹⁸² U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 65 ss., specificatamente p. 72, afferma come: «è certo che, allo stato dell'ordinamento, competente in via esclusiva sia il Consiglio di amministrazione, non sussistendo invece alcuna competenza specifica dell'assemblea dei soci in base alla legge o allo statuto». Attribuisce la competenza al c.d.a. a scapito dell'assemblea anche R. SACCHI, *op. cit.*, p. 57 s.

¹⁸³ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri informativi*, cit., p. 148.

amministratori di S.r.l. a fronte della richiesta di accesso *ex art.* 2476, comma 2, cod. civ.¹⁸⁴. Anche davanti ad un diritto alla *due diligence* gli amministratori non potranno dunque acriticamente concedere l'accesso ai documenti riservati della società, ma dovranno valutare l'adeguatezza delle richieste predisponendo le più idonee modalità attuative per farvi fronte.

La decisione dovrà poi essere formalizzata in un atto deliberativo che, in quanto tale, necessiterà di essere riportato nel libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio di amministrazione, non potendosi invece manifestare la determinazione alla luce di semplici comportamenti concludenti¹⁸⁵.

Aspetto centrale della decisione è quello della sua motivazione, necessaria tanto nel caso di accoglimento quanto nel caso di rigetto della richiesta di *due diligence*¹⁸⁶. La motivazione assumerà poi un ruolo decisivo allorché la richiesta venga accettata ma con delle cautele: proprio in virtù del dovere di collaborazione informativa, sarà necessario motivare quali sono le ragioni che hanno indotto gli amministratori a non accogliere la richiesta così come era stata inizialmente presentata¹⁸⁷.

Un'ultima puntualizzazione è poi necessaria e attiene alla non applicazione dell'art. 2391 cod. civ. circa le decisioni interessate, ossia quelle decisioni in cui l'amministratore abbia un interesse in una data operazione. Orbene, da un punto di vista di contenuto, la decisione di cui si discute non rientra tra le decisioni interessate *ex art.* 2391. La ragione è duplice: da un lato la disposizione si riferisce alle operazioni della società¹⁸⁸, dall'altro il campo applicativo della disposizione si muove all'esterno dell'interesse sociale¹⁸⁹, quando invece l'interesse alla alienabilità delle partecipazioni non è interesse extra-sociale¹⁹⁰.

¹⁸⁴ *Ivi*, p. 150.

¹⁸⁵ *Ivi*, p. 156.

¹⁸⁶ *Ivi*, p. 159.

¹⁸⁷ *Ivi*, p. 160.

¹⁸⁸ *Ivi*, p. 163.

¹⁸⁹ Si veda sul punto G. CIAN, A. TRABUCCHI, *Commentario breve al Codice civile*, CEDAM, 2022, p. 2884 per cui: «L'interesse è rilevante solo in quanto estraneo alla società».

¹⁹⁰ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri informativi*, *cit.*, p. 164.

In conclusione, la *due diligence* è un diritto per la soddisfazione del quale la cooperazione degli amministratori risulta presupposto centrale. Il loro ruolo si traduce, in questo ambito, in una collaborazione giuridicamente necessaria, da attuarsi come decisione motivata del consiglio di amministrazione, il quale sarà chiamato a bilanciare l'interesse alla riservatezza con il diritto in parola. Questo traduce nell'adottare le opportune cautele, senza che mai il diritto alla *due diligence* possa però giustificare di per sé stesso un'acritica concessione delle informazioni riservate.

CAPITOLO II

DUE DILIGENCE E AMMINISTRATORI

1. La fase precontrattuale nelle operazioni di acquisizione. Le conseguenze sulle parti e sugli amministratori

1.1. L'ambito di applicazione dell'art. 1337 cod. civ.

La fase precontrattuale assume nell'economia dei contratti una funzione fondamentale. Questo è ancor più vero per le operazioni di acquisizione di partecipazioni societarie, caratterizzate da una intrinseca complessità sia da un punto di vista oggettivo sia soggettivo. Comportando la *due diligence* indagini articolate sulla società e il suo funzionamento, si pone anzitutto il problema dei doveri informativi, da un lato, e della riservatezza, dall'altro, anche considerando il ruolo che nella fase precontrattuale riveste una moltitudine di soggetti, ulteriori alle parti del futuro contratto, quali specialmente gli amministratori delle società coinvolte nell'operazione. Da qui deriva la necessità di analizzare gli obblighi e i doveri delle parti in questo delicato momento, i quali, come vedremo, trovano origine nella disciplina codicistica ma, per le ragioni che si diranno vengono nella prassi, specificati in apposite pattuizioni volte a rinvigorire la portata degli stessi.

Il Codice civile disciplina¹⁹¹ con un *corpus* di norme la fase precontrattuale delle trattative, facendo ricorso alla clausola generale di cui all'art. 1337 cod. civ. Quest'ultima impone alle parti di tenere, nella contrattazione, un comportamento

¹⁹¹ E questo differenziandosi dal Codice del 1865 che non conteneva alcuna norma a riguardo. La dottrina del tempo, infatti, sosteneva come «*nel periodo delle trattative non si incorre in alcuna responsabilità perché non c'è la volontà di obbligarsi*» così G. CARRARA, *La formazione dei contratti*, Milano, 1915, p. 10 ss.

conforme al canone di buona fede¹⁹², tutelando così l'interesse delle stesse alla conduzione della trattativa con lealtà e serietà¹⁹³. Il dovere di buona fede, quindi, introduce una regola di condotta che si traduce nel dovere di evitare comportamenti che «*implichino intenzione o consapevolezza d'infliggere a controparte danni ingiusti*»¹⁹⁴.

Il “micro sistema” normativo¹⁹⁵ è integrato poi dall'art. successivo, il 1338, che riconosce una responsabilità, con annesso risarcimento il danno, in capo alla parte che, conoscendo o dovendo conoscere una causa di invalidità del contratto, non ne abbia dato notizia alla controparte, la quale confidava, senza colpa, nella validità dello stesso¹⁹⁶.

Tale disposizione viene intesa come specificazione del dovere di comportarsi secondo buona fede e, proprio per questo, viene ricostruita in un rapporto di *species a genus* rispetto alla norma che la precede¹⁹⁷. Essa trova quindi applicazione in caso di esito positivo delle trattative, nell'eventualità in cui il contratto si riveli poi affetto da cause di invalidità di cui la parte era a conoscenza o che avrebbe dovuto conoscere. Si configura in tale modo un'ipotesi specifica di responsabilità precontrattuale¹⁹⁸.

¹⁹² Si noti come il dovere di condurre le trattative nel rispetto del principio di buona fede è stato riconosciuto dalla giurisprudenza anche in ordinamenti, come quello statunitense, retti dal principio del *freedom to contract* in virtù del quale le parti sono libere di recedere dalle trattative fino al momento immediatamente precedente la firma del contratto senza incorrere in alcuna responsabilità (E. MORINO, *Acquisizioni societarie e responsabilità precontrattuale*, in *Giurisprudenza Italiana*, ottobre 2018, p. 2174 ss., specificatamente p. 2179).

¹⁹³ V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 167 ss.

¹⁹⁴ *Ivi*, p. 168.

¹⁹⁵ G. BEVIVINO, *Antiche, nuove e nuovissime questioni attorno al rema della “pre-contrattualità”*, in *Giust. civ.*, 3, 2019, p. 565 ss., specificatamente, p. 573.

¹⁹⁶ Si tratta questa della più risalente forma di responsabilità precontrattuale risalente allo stesso R. VON JHERING in *Culpa in contrabendo, oder Schadensersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfektion gelangten Verträgen*. Friedrich Mauke, 1860. In italiano *Della culpa in contrabendo, ossia, Del risarcimento del danno nei contratti nulli o non giunti a perfezione*. Napoli, 2005.

¹⁹⁷ F. CARRESI, *Obblighi e oneri nella formazione del contratto*, in *Foro pad.*, 1948, I, p. 803; L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II, p. 363; C. GRANELLI, *Gli obblighi informativi nella formazione dell'accordo contrattuale*, cit., p. 1200, rileva poi come si tratti di una norma che rivesta un «*ruolo del tutto marginale*».

¹⁹⁸ Quanto alla natura della responsabilità per violazione del dovere di buona fede, si è a lungo discusso se fosse ascrivibile all'interno dell'alveo contrattuale oppure di quello extracontrattuale. Esulando dall'economia di questo elaborato l'analisi del dibattito, basti qui evidenziare come la

Quanto al contenuto di tale dovere tradizionalmente, l'art. 1337 cod. civ. era stato interpretato in maniera restrittiva, lasciandolo circoscritto a sanzionare l'ingiustificato recesso dalle trattative¹⁹⁹. Ancor'oggi tale eventualità rappresenta il cuore della fattispecie ma, a seguito dei numerosi rilevi critici, la giurisprudenza ne ha sposato un'interpretazione più ampia²⁰⁰. Se, infatti, una volta si prediligeva una tesi per cui le reticenze e le maliziosità durante la trattativa non avevano rilevanza, affermando che «la responsabilità di cui all'art. 1337 c.c. [...] presuppone che il contratto non sia stato concluso o comunque non validamente concluso»²⁰¹, oggi «la responsabilità precontrattuale si è allargata ben oltre le striminzite frontiere del recesso dalle trattative»²⁰². Così col tempo si è sviluppata la massima per cui «la violazione [dell'art. 1337 cod. civ.] assume rilievo non solo nel caso di rottura ingiustificata delle trattative (e, quindi, di mancata conclusione del contratto) o di conclusione di un contratto invalido o comunque inefficace (artt. 1338, 1398 c.c.), ma anche quando il contratto posto in essere sia valido, pregiudizievole per la parte vittima del comportamento scorretto (1440 c.c.)»²⁰³. Si tratta di quelle ipotesi che la giurisprudenza chiama “contratto sconveniente”.

giurisprudenza maggioritaria, si sia orientata nella seconda direzione (si veda ad esempio Cass. 03 ottobre 2019, n. 24738 per cui «la responsabilità precontrattuale derivante dalla violazione della regola di condotta, posta dall'art. 1337 c.c. a tutela del corretto dipanarsi dell'iter formativo del negozio, costituisce una forma di responsabilità extracontrattuale»). La tesi si fonda sulla circostanza che in sede precontrattuale non si sia ancora formato il contratto e in virtù di ciò la responsabilità non può che ricondursi all'alveo di quella extracontrattuale, dovendo l'art. 1337 cod. civ. essere ricondotto al principio generale di *neminem laedere* di cui all'art. 2043 cod. civ. (L.M. FRANCIOSI, *op.cit.*, p. 17 e 18). Tuttavia, non possono ignorarsi i recenti arresti in senso di responsabilità precontrattuale. In tale ultima direzione si veda Cass., 27 ottobre, 2017, n. 2564, come anche Cass., 12 luglio 2016, n. 14188, sulla linea di Cass., 20 dicembre 2011, n. 27648. Nonché Trib. Pavia, 27 aprile 2022, n. 582; Trib. Brindisi, 30 aprile 2020, n. 542; Trib. Ravenna, 21 febbraio 2019, n. 186.

¹⁹⁹ C. GRANELLI, *Gli obblighi informativi nella formazione dell'accordo contrattuale*, cit., p. 1202, il quale rinvia anche a G. MERUZZI, *La tattiva maliziosa*, Cedam, 2002, p. 52 e 63.

²⁰⁰ L.M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 20. L'A. sottolinea come abbiamo assunto rilevanza anche le ipotesi in cui una parte tratti senza un serio intento di contrarre, o induca la controparte a concludere un contratto che questa non avrebbe concluso o avrebbe concluso a condizioni differenti se non fosse stato per i raggiri della controparte.

²⁰¹ Cass., 11 settembre 1989, n. 3922, in *Mass. Giur. it.*, 1989.

²⁰² R. SACCO, *Il contratto*, in *Tratt. di dir. civ. it.*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1975, p. 548.

²⁰³ Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Mass. Giur. it.*, 2005.

Interpretando così il dovere di buona fede, è possibile ricondurre in capo alle parti una serie di specifici doveri, ulteriori a quello tradizionale, quali quello di mantenere la segretezza, di custodia e d'informare²⁰⁴. Parte della dottrina esclude, però, che tra essi debba anche essere annoverato quello di non condurre parallelamente altre trattative; secondo altri Autori²⁰⁵, invece, tale dovere non sarebbe altro che una specificazione di quello generale di buona fede e, quindi, un tale comportamento ne costituirebbe violazione²⁰⁶.

Elemento problematico è quello relativo al momento in cui l'obbligo di buona fede nasce. Questo non è individuato espressamente dalla norma, ma è generalmente ricondotto al momento in cui tra le parti sorge l'affidamento circa la conclusione del contratto. Il vero inizio della trattativa andrà quindi valutato in relazione al caso concreto, esaminando il complesso di attività, comportamenti e i documenti prodotti. In relazione al perimetro di tale concetto dovranno quindi essere esclusi i primi contatti e scambi di idee, in questo momento, infatti, non sarebbe ancora possibile parlare di vere e proprie trattative²⁰⁷.

Emerge a questo punto uno degli aspetti più critici per l'ambito di interesse della presente trattazione, quello legato al risarcimento del danno. In questo senso, la Cassazione²⁰⁸ considera il danno risarcibile nella prospettiva dell'interesse negativo²⁰⁹. Questo «*coincide con l'interesse a non sostenere spese inutili in vista di un contratto che mai andrà a*

²⁰⁴ Con riferimento a questo aspetto si veda ampiamente M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, p. 351 ss.

²⁰⁵ L. ROVELLI, *La responsabilità precontrattuale*, in *Trattato di diritto privato a cura di M. Bessone*, Torino, 2000, XIII, 2, p. 263.

²⁰⁶ Sul punto si tornerà più avanti.

²⁰⁷ F. BENATTI, *La colpa in contrabando da Rudolf Jbering ai giorni nostri (impressioni e sensazioni)*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2021, p. 493 ss., in particolare p. 500 ss.

²⁰⁸ Cass., 30 agosto 1995, n. 9157; Cass., 10 marzo 2016, n. 4718; Cass., 7 febbraio 2006, n. 2525; Cass., 10 giugno 2005, n. 12313.

²⁰⁹ La risarcibilità del danno commisurato invece all'interesse positivo risulta esclusa in quanto avrebbe come risultato quello di rendere eccessivamente oneroso per la parte esercitare il suo diritto di recedere. Per la dottrina si veda G. AFFERNI, *Responsabilità precontrattuale e rottura delle trattative: danno risarcibile e nesso di causalità*, in *Danno e Responsabilità*, 2009, p. 469 ss., in particolare p. 475 ss.; V. ROPPO, *op.cit.* p. 179; S. TERSILLA, *La lettera d'intenti nella trattativa per l'acquisto di un pacchetto azionario di riferimento*, in *Dir. comm. int.*, 2003, 2-3, p. 507 ss., specificatamente p. 524; V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, in *Danno e Responsabilità*, 2011, p. 801 ss., specificatamente p. 811 s.

*concludersi*²¹⁰. In questa prospettiva, dovranno essere risarcite sia le spese sostenute dal momento in cui si è verificato l'affidamento nella futura conclusione dell'acquisizione²¹¹, sia quelle derivanti dalla mancata conclusione con altre parti di un contratto con lo stesso oggetto²¹². La parte che ha subito il pregiudizio non potrà vedersi dunque risarcire anche l'interesse positivo, ossia ottenere il risarcimento per non aver concluso un contratto valido poi rimasto inadempito²¹³ rimanendo il perimetro del danno riconosciuto essenzialmente limitato ai costi del negoziato²¹⁴. Simile limitazione mal si collima con i pregiudizi che i paciscenti potrebbero subire e che anzi si presentano come ben superiori al mero interesse negativo. Proprio per evitare tale problematicità, nella pratica si è sviluppata la tendenza alla redazione di documenti precontrattuali volti a regolare i relativi impegni durante la fase delle trattative preliminari.

Con specifico riferimento alle operazioni oggetto della presente trattazione, in relazione al dovere di buona fede occorre soffermarsi sulla tendenza ad esplicitare tale principio. Si tratta di una prassi di origine anglosassone, poi diffusasi anche nel nostro ordinamento, per la quale già nei primi documenti precontrattuali, ad esempio

²¹⁰ C. M. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, Milano, 2000, p. 160 ss.

²¹¹ G. AFFERNI, *op. cit.*, p. 473. In tal senso si veda di recente Trib. Spoleto, 5 dicembre 2019, n. 939; Trib. Torino, 23 settembre 2020, n. 3237; Cass., 3 febbraio 2023 n. 3413.

²¹² A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie, cit.*, p. 75. Per una definizione di interesse negativo si veda A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, III ed., Milano 1979 vol. I, p. 117-126 e p. 341-345.

²¹³ E. MORINO, *Acquisizioni societarie e responsabilità precontrattuale*, in *Giurisprudenza Italiana*, ottobre 2018, p. 2174 ss. Negli stessi termini G. CIAN, A. TRABUCCHI, *Commentario breve al Codice civile*, CEDAM, 2022, p. 1427. Si noti tuttavia come alcuni Autori (Ci si riferisce G. BEVIVINO, *op. cit.*, p. 593) hanno sollevato forti critiche nei confronti della ricostruzione di cui si va discorrendo, sostenendo come limitare il perimetro del risarcimento al solo interesse negativo non torvi a suo sostegno né dati normativi né argomenti giuridici. Secondo questa tesi nel caso in cui il contratto non venga stipulato o risulti invalido, il risarcimento dei danni dovrebbe comprendere sia il danno emergente che il lucro cessante. Se si tratta invece di contratto che sia stato validamente concluso, nonostante un comportamento illecito nella fase precontrattuale, il risarcimento dei danni dovrà essere calcolato in base alla differenza tra ciò che la parte coinvolta avrebbe ragionevolmente potuto attendersi e ciò che, invece, è stato effettivamente previsto e regolato dal contratto stesso.

²¹⁴ Per la giurisprudenza recente si veda Cass., 27 ottobre 2006, n. 23289; Cass., 7 febbraio 2006, n. 2525; Cass., 13 ottobre 2005, n. 19883. Circa la non risarcibilità dell'interesse positivo si veda Cass., 23 febbraio 2005, n. 3746.

il regolamento della *due diligence*, viene puntualizzato il dovere delle parti di negoziare in buona fede. Sulla base di quanto fino ad ora osservato, una simile esplicitazione potrebbe sembrare quantomeno superflua. Essendo, infatti, codesto dovere già presente nel nostro ordinamento in virtù dell'art. 1337 cod. civ., ci si interroga sul fondamento di simili previsioni. Come evidenziato da alcuni Autori, l'apparente superfluità dell'esplicitazione risulta però solo un'illusione: la natura dell'oggetto del singolo contratto potrebbe esigere (ed anzi, come si è visto, nell'ambito che qui interessa è certo che esigerà) alti livelli di cooperazione. In questi contesti, il richiamo al dovere di negoziare in buona fede servirebbe allora proprio ad esaltare la forza precettiva di tale principio²¹⁵.

Ulteriore precisazione va fatta in relazione ai soggetti tenuti al rispetto del dovere di cui si discute. Non è infatti poco raro che, come si accennava, nei rapporti che qui si analizza, vengano coinvolti anche ulteriori soggetti rispetto alle sole parti del contratto che si va concludendo, quali legali, *advisor* e consulenti, soggetti che non sono parti del contratto ma che su di esso incidono in maniera significativa. Quello che ci si chiede è se dunque anche questi soggetti possano essere chiamati, o meno, al rispetto dell'art. 1337 cod. civ.

Nel rispondere a questa domanda un utile punto di partenza è la disciplina tedesca del BGB che se ne occupa al paragrafo 311.2, Abs 3. La norma, infatti, prevede che anche i soggetti che con le parti cooperano e che incidono in maniera significativa sulle trattative contrattuali o sulla conclusione del contratto siano chiamate ad osservare il dovere di buona fede. Tale estensione dei doveri di buona fede opera anche nel nostro ordinamento e ciò per due ordini di ragione²¹⁶: essa risponde non solo alla stessa *ratio* dell'art. 1337 cod. civ. ma anche al concetto stesso di trattativa. Infatti, proprio perché la norma si occupa di come le parti raggiungono l'accordo, allora anche coloro che le assistono dovranno osservare una condotta improntata al medesimo dovere di buona fede.

²¹⁵ F. BENATTI, *op. cit.*, p. 502.

²¹⁶ *Ivi*, p. 506.

L'art. 1337 cod. civ., come si è visto, rappresenta una norma di carattere generale. È necessario, pertanto, valutare il suo ambito di applicazione. Questo non si compone di fattispecie a numero chiuso, ma di una pluralità di contenuti riconducibili, per quanto d'interesse della presente trattazione, ai seguenti ambiti: il recesso dalle trattative, la comunicazione delle cause di invalidità del contratto, l'informazione, il segreto e la custodia²¹⁷.

1.2. Responsabilità da recesso dalle trattative

Principio generalmente riconosciuto in tutti gli ordinamenti di *civil law* è quello della libertà delle parti nel contrarre. Da un punto di vista generale dunque è del tutto legittimo per una parte abbandonare la fase delle trattative. Tale libertà non ha però carattere assoluto e subisce la limitazione del giustificato motivo. La necessità è, infatti, quella di bilanciare la libertà della parte nel recedere con il legittimo affidamento che la controparte aveva maturato nel buon esito della trattativa²¹⁸. Il principio descritto, sebbene non positivizzato dal legislatore, è stato ormai ampiamente recepito nel nostro ordinamento e affiancabile, quanto a valenza, alle norme positive, come dimostra la consolidata giurisprudenza maturata sul tema²¹⁹.

La responsabilità di cui si discute dipende dunque dal recesso, un atto di per sé lecito che diventa però illecito allorquando non sussista detta giustificazione e sia maturato l'affidamento della controparte. Il recedente sarà chiamato a risarcire a

²¹⁷ F. VIGOTTI, *La responsabilità precontrattuale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1986, II, p. 174; G. BEVIVINO, *op. cit.*, p. 577.

²¹⁸ L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 239; V. ROPPO, *op. cit.*, p. 173; V. VERDICCHIO, *Sul recesso ingiustificato dalle trattative*, in *Foro pad.*, 1993, p. 150 ss.; R.C. DELCONTE, *Responsabilità per ingiustificata rottura delle trattative*, in *Contratti*, 2004, p. 5 ss., specificatamente p. 15.

²¹⁹ Vedasi ad esempio: App. Trento, 9 maggio 2020 n. 70; Trib. Milano, 12 luglio 2021, n. 6058; Trib. Piacenza, 8 luglio 2021, n. 376; Trib. Rovigo, 15 giugno 2021, n. 448; Trib. Torino, 23 settembre 2020, n. 3237; Cass., 2 febbraio 2015, n. 1786; Cass., 7 febbraio 2006, n. 2525; Cass., 15 aprile 2016, n. 7545.

controparte il danno arrecatole, costituendo in questi casi il violazione del principio di buona fede, intesa qui in senso oggettivo²²⁰.

Gli elementi fondanti di questa responsabilità sono dunque tre²²¹: i) l'affidamento incolpevole della controparte sulla conclusione del contratto in virtù dello stadio avanzato delle trattative; ii) l'illiceità del recesso perché ingiustificato, prova che deve essere data dalla parte che subisce; iii) il danno negativo²²².

La disciplina presenta tuttavia incertezze operative riconducibili a due fattori²²³. Il primo aspetto problematico riguarda l'elemento temporale. Questo assume rilevanza centrale nel valutare lo stato delle negoziazioni, tant'è che la durata delle trattative potrebbe concorrere di per sé a basare la responsabilità del recedente²²⁴.

Emerge, quindi, il problema di individuare quando l'affidamento sia meritevole di tutela e quali siano le circostanze che rendono il recesso illegittimo e dunque non giustificato.

In questo senso, secondo alcuni Autori²²⁵, due sono gli elementi significativi. Anzitutto il concetto di "stato avanzato" delle trattative; questo viene inteso nel nostro ordinamento come accordo sugli elementi essenziali del contratto²²⁶. Secondo elemento è quello che nel mondo anglosassone viene definito *intent to be bound* ossia la volontà delle parti di vincolarsi. Tale ulteriore elemento potrebbe portare ad escludere la sussistenza di un affidamento meritevole di tutela e questo a prescindere dallo stadio dei negoziati; al contrario potrebbe giustificare un legittimo affidamento anche in una fase iniziale delle negoziazioni.

²²⁰ G. AFFERNI, *op. cit.*, p. 469. Sul punto si veda anche M. VIALE, *op. cit.*, p. 1359; F. VIGOTTI, *La responsabilità precontrattuale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1986, p. 174 ss.

²²¹ L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 247 ss.

²²² Si veda Cass., 14 marzo 2017, n. 6587; Cass., 30 agosto 1995, n. 9157; Cass., 14 febbraio 2000, n. 1632.

²²³ L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 253.

²²⁴ *Ivi*, p. 253; G. CIAN, A. TRABUCCHI, *Commentario breve al Codice civile*, CEDAM, 2022, p. 1426.

²²⁵ L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 253.

²²⁶ In ciò la giurisprudenza italiana si differenzia da altri ordinamenti come, ad esempio, quello tedesco, ove viene richiesto l'accordo solo su alcuni aspetti del contratto.

In definitiva, quindi, il diritto di recesso si affievolisce man mano che le trattative proseguono; viene fatta salva, però, la possibilità di individuare responsabilità precontrattuale anche nei momenti iniziali o all'opposto, in circostanze eccezionali, di non individuarla in stadi avanzati. Sarà pertanto necessaria di volta in volta un'indagine sulle circostanze che connotano il caso concreto. Simili considerazioni trovano conferma anche nell'articolo 2.1.15 dei principi UNIDROIT, il cui commento ufficiale, nell'affermare come il diritto a recedere dalle trattative sia soggetto al principio della buona fede, dispone come anche prima che si sia giunti alla formulazione di un'offerta o in un procedimento negoziale, ove non sia individuabile una sequenza di offerta accettazione le parti non sono più libere di recedere dalle trattative in maniera improvvisa e senza giusta causa²²⁷. Quanto al momento in cui tale stadio sia raggiunto, esso dipende dalle circostanze del caso specifico e, in particolare, rileva in che misura l'altra parte, in conseguenza del comportamento della controparte, abbia avuto ragione di fidare nel buon esito delle trattative ed il numero di questioni, relative al futuro contratto, sulle quali le parti abbiano già raggiunto l'accordo²²⁸. Non sarebbe quindi tanto l'elemento temporale ad assumere rilevanza quanto piuttosto quello qualitativo, e quindi uno stato di avanzamento della trattativa che, avendo raggiunto un determinato livello di maturazione, non può più essere abbandonata senza valido motivo²²⁹.

Quanto alla giusta causa, essa viene individuata dalla giurisprudenza nella «*circostanza esterna alla sfera del recedente, sopravvenuta nel corso della trattativa oppure preesistente ma da lui ignorata senza colpa, idonea a modificare la valutazione di convenienza del contratto*»²³⁰. Si presti però attenzione al fatto che non è giusta causa il mero ripensamento della parte circa la convenienza dell'affare né la ricezione di un'offerta più conveniente²³¹.

²²⁷ L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 255, nota 371.

²²⁸ Commento Art. 2.1.15 UNIDROIT Principles reperibile al seguente indirizzo: *unidroit.org*.

²²⁹ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, *cit.*, p. 126.

²³⁰ V. ROPPO, *op. cit.*, p. 173 s.

²³¹ G. CIAN, A. TRABUCCHI, *op. cit.* p. 1427. Sul punto si veda però, di opinione opposta, A. MUSY, *cit.*, p. 45.

Soffermandosi sul tema d'interesse della trattazione che qui si conduce occorre rilevare come nella determinazione della giusta causa un ruolo fondamentale è svolto dalla *due diligence*, la quale potrebbe assumere il connotato di giusta causa di recesso.

Si è visto come uno degli scopi di simile indagine sia quello di evidenziare eventuali criticità dell'operazione, al fine di valutare come (e se) sia possibile arginarle, per esempio attraverso una clausola di garanzia. Si pensi al caso in cui la *due diligence* metta in luce la probabilità che nel breve termine venga promossa una causa legale contro la società (per esempio dai lavoratori per incidenti sul lavoro), e che potrebbe vedere la stessa soccombere ed essere dunque costretta a pagare un risarcimento monetario. In queste situazioni il *buyer*, interessato alla realizzazione dell'operazione, chiederà di essere garantito per il caso in cui tale eventualità dovesse effettivamente presentarsi. Allo stesso tempo potrebbe però capitare che l'indagine di *due diligence* evidenzi delle criticità di particolare significatività e non superabili neanche in sede di garanzie. Si tratta, ad esempio, del caso in cui emergano delle problematiche tali da portare, in futuro, a implicazioni non solo monetarie ma anche di livello penale, e dunque non arginabili attraverso il meccanismo delle garanzie²³². Una simile criticità non potrà che essere considerata “*deal breaker*” e quindi tale da legittimare una giusta causa di recesso dalla trattativa²³³.

Simili conclusioni sono avallate anche nelle pronunce della Cassazione, costanti nel ritenere, nell'esito negativo della *due diligence*, giustificazione per la parte che intende recedere dalle trattative²³⁴ oppure allorquando l'interesse all'acquisto sia venuto meno

²³² Si presti dunque attenzione alla rilevanza della *criminal due diligence*.

²³³ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 129.

²³⁴ Cass., 6 giugno 2014, n. 12801. Il caso vedeva coinvolte due società, A.M.V. e Birra Peroni in cui, tra le altre questioni, la prima lamentava il recesso ingiustificato della seconda dalla trattativa avente ad oggetto la cessione delle quote societarie di A.M.V. a Birra Peroni. Nel primo grado di giudizio il Tribunale di Torino (con sentenza del 3 agosto 2004) rilevava come il recesso fosse da considerare legittimo a seguito delle risultanze frutto dell'analisi di *due diligence* sulle condizioni della azienda alla quale era condizionato l'acquisto. A.M.V., soccombente in primo grado, propose impugnazione davanti alla Corte d'Appello di Torino, la quale con sentenza del 31 maggio 2007 lo rigettò integralmente rilevando come le argomentazioni del Tribunale fossero corrette. La questione approdò da ultimo in Cassazione

proprio in virtù delle informazioni acquisite²³⁵. Alla stessa conclusione si deve giungere inoltre nella circostanza in cui la *due diligence* abbia evidenziato importanti passività, e il venditore non intenda rinegoziare un prezzo già delineato in sede di lettera d'intenti²³⁶.

Il discorso circa l'interruzione della trattativa necessita infine di un'ultima integrazione circa il rapporto con la *due diligence*. L'interruzione della trattativa viene in riferimento, infatti, anche nell'ipotesi in cui essa venga decisa dal potenziale acquirente non tanto a causa delle risultanze della *due diligence* ma a causa dell'impossibilità per il socio venditore di adempiere ai propri doveri precontrattuali. Tale impossibilità potrebbe essere causata dal comportamento degli amministratori della società *seller*, i quali non cooperando con il socio intenzionato a vendere la propria partecipazione ne comprometterebbero la buona riuscita. Proprio il fine di reagire evitare simili esiti induce dunque a ritenere necessario poter configurare un diritto alla *due diligence* in capo al socio alienante²³⁷. Se del resto non si potesse configurare un diritto alla *due diligence*, il socio venditore non avrebbe, in questo tipo di situazioni, alcun tipo di tutela davanti al legittimo rifiuto del potenziale acquirente di condurre oltre la trattativa²³⁸ e, anzi, potrebbe subire un pregiudizio addirittura doppio: non solo egli sarebbe sostanzialmente privato della possibilità di vendere la partecipazione, ma potrebbe anche essere soggetto ad azione di responsabilità precontrattuale da parte del potenziale acquirente²³⁹.

1.3. La rilevanza delle lettere d'intento

la quale sottolineò come la parte ricorrente avrebbe dovuto addurre le ragioni per le quali il recesso sarebbe stato ingiustificato.

²³⁵ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 129, nota 157. Si veda a tal proposito App. Roma, 20 maggio, 1995.

²³⁶ S. TERSILLA, *La lettera d'intenti nella trattativa per l'acquisto di un pacchetto azionario di riferimento*, cit., p. 524, nota 64.

²³⁷ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 122.

²³⁸ *Ivi*, p. 123.

²³⁹ *Ibidem*.

Occorre a questo punto sottolineare la rilevanza che lo scambio di tali ultimi documenti assumono sotto il punto di vista del recesso.

Durante la fase delle trattative le parti sono solite redigere una moltitudine di documenti. Tra i più importanti v'è sicuramente la lettera d'intenti (più nota semplicemente come *LOI*, acronimo della sua dicitura inglese di “*letter of intent*”). Tale locuzione, non provvista di definizione legale, viene utilizzata per indicare «*quei documenti relativi alla fase antecedente al contratto [che vanno dalla] semplice documentazione dello sviluppo della trattativa non ancora conclusa, alla intesa preliminare parziale o condizionale, sino al vero e proprio contratto preliminare*»²⁴⁰.

Occorre fin da subito precisare come, sebbene ancora nella fase delle trattative, la sottoscrizione di alcuni tipi di documenti potrebbe essere in grado di determinare già in questo contesto obblighi in capo alla parte e ciò a prescindere da quello che è il *nomen iuris* del documento²⁴¹, come si vedrà nel seguito. Spesso la lettera d'intenti contiene, infatti, anche elementi vincolanti quali, ad esempio, le pattuizioni in termini di riservatezza circa le informazioni confidenziali che le parti si scambiano, idonee ad assumere carattere vincolante²⁴².

Il contenuto può quindi essere il più vario, in quanto varia può essere la natura e lo scopo di questa tipologia di documenti, sicché anche gli effetti giuridici che ne derivano non potranno che essere analizzati e calibrati caso per caso, non essendovi un contenuto standard²⁴³. Così una lettera d'intenti potrebbe avere contenuto generale

²⁴⁰ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 82.

²⁴¹ S. LANTINO, P. CASUCCI, L. LIMIDO, *op. cit.*, p. 10. A tal proposito si consideri la Cass., 14 maggio 1998, n. 4853, in *Contratti*, 1998, p. 548 con commento di A. VANCHIARUTTI: «*La Corte di Ancona non ha ritenuto determinante la definizione dell'atto quale “lettera di intenti” ma ha colto in tale nomen iuris un titolo coerente con il contenuto dell'atto stesso, analiticamente esaminato; ha tenuto conto della specificità dei patti ma ha logicamente assegnato peso prevalente alle premesse con le quali le parti avvertivano che la relativa elencazione doveva servire per un'operazione ancora da attuarsi, ha poi espresso un argomentato convincimento circa la consistenza del documento di mero schema di un contratto futuro, probabile ed auspicato, ma non doveroso, nemmeno per i sottoscrittori*». Per un'analisi in tema di minute si veda G. GIGLIOTTI, *Trattative, minute e buona fede. La responsabilità da condotta sleale*, in *Corr. mer.*, 2008, p. 299.

²⁴² Un'altra clausola ad effetto vincolante è quella con cui le parti stabiliscono che ciascuna supporterà i propri relativi costi e quella con cui si stabilisce che i costi del procedimento di *due diligence* siano a carico del compratore (A. MUSY, *op. cit.*, p. 39).

²⁴³ S. LANTINO, P. CASUCCI, L. LIMIDO, *op. cit.*, p. 61.

e sintetico, addirittura priva di qualsivoglia effetto giuridico; prevedere i comportamenti ai quali le parti si vincolano, quali la possibilità per l'acquirente di svolgere l'attività di *due diligence*, oppure potrebbe anche accadere (ma si tratta di un caso estremo e remoto) che la lettera d'intenti assuma carattere analitico, andando a disciplinare le condizioni al verificarsi delle quali si realizzerà effettivamente il trasferimento del bene (chiaramente questo si potrà realizzare solo allorquando la lettera d'intenti riproduca tutti gli elementi costitutivi del contratto, al che a ben guardare non si potrebbe neanche più parlare effettivamente di lettera d'intenti quanto piuttosto di contratto preliminare o finanche definitivo)²⁴⁴. Il contenuto può quindi essere multiforme, e proprio questa multiformità della sostanza che può assumere la lettera d'intenti aveva indotto alcuni autori a distinguerle tra lettere d'intenti proprie e improprie, queste ultimi contenenti accordi veri e propri²⁴⁵.

Unico elemento unitario, posto che il contenuto può essere assai variegato, è quello di essere redatte e sottoscritte al momento delle trattative ed essere a queste strutturali²⁴⁶. Infatti, la parti si scambiano questa tipologia di documento al fine di cristallizzare quegli elementi sui quali già vi è accordo e sui quali dunque non è necessario procedere oltre nella negoziazione²⁴⁷. L'esigenza di questa tipologia di scritture, dunque, non sorge nelle prime fasi iniziali ma una volta che l'essenza della dell'operazione è stata raggiunta²⁴⁸. Sarà quindi indispensabile indagare di volta in volta il caso concreto²⁴⁹ e, in assenza di una volontà espressa, se quest'ultima fosse ancora circoscritta nella fase delle trattative oppure si sia già perfezionato il contratto.

²⁴⁴ *Ivi*, p. 59; P. MONTALENTI, *Le acquisizioni societarie tra astrattezza del titolo e patrimonio di riferimento*, in *Le acquisizioni societarie*, (opera diretta da) M. Irrera. Zanichelli, 2011, p. 6.

²⁴⁵ Ci si riferisce a U. DRAETTA, *Documenti precontrattuali nei negozi relativi ai mergers e acquisitions. Rassegna della prassi internazionale*, in *Compravendite internazionali di partecipazioni sociali*, Milano, 1990, p. 82.

²⁴⁶ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, *cit.*, p. 84, nota 99.

²⁴⁷ *Ivi*, p. 86.

²⁴⁸ S. LANTINO, P. CASUCCI, L. LIMIDO, *op. cit.*, p. 61.

²⁴⁹ P. MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, 1999 Cedam p. 149 ss. Così anche U. DRAETTA, *Documenti precontrattuali nei negoziati relativi a mergers e acquisitions. Rassegna della prassi internazionale*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, in F. Bonelli, M. De André, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Giuffrè, 1990, p. 99 ss. Sulla necessità di un'indagine in relazione al caso concreto anche V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, *cit.*, p. 809.

Nel fare questa operazione, la giurisprudenza guarda al contenuto del documento lo ritiene vincolante quando l'accordo si sia formato su tutti gli elementi dello stesso²⁵⁰. Occorrerà, quindi, determinare se le parti abbiano già raggiunto un'intesa sugli elementi essenziali e se su questi si siano obbligate oppure se intendano condizionare la vincolatività al raggiungimento dell'accordo su tutti gli elementi: nel primo caso a ben guardare la lettera d'intenti non potrebbe neanche essere definita sostanzialmente tale ma si dovrebbe piuttosto parlare di contratto²⁵¹. In relazione a quest'ultimo aspetto, inizialmente la giurisprudenza aveva ritenuto che, se fosse stato raggiunto l'accordo sugli elementi essenziali della lettera d'intenti, questa avrebbe costituito a tutti gli effetti un contratto, non essendo neppure necessaria un'indagine sul punto²⁵². Codesta linea interpretativa si è mantenuta tale fino agli anni Ottanta, quando l'atteggiamento dell'interprete è cambiato, riconoscendo che le lettere d'intento, pur contenendo tutti gli elementi essenziali, potessero non costituire un contratto²⁵³.

Nel caso in cui la lettera d'intenti sia solo formalmente tale, celando in realtà la sostanza di contratto (preliminare o definitivo), si formerà il vincolo contrattuale e la facoltà di recesso verrà compressa: la parte ha sottoscritto un contratto e in quanto tale non potrà recedervi. Tale recesso darebbe, infatti, luogo a responsabilità contrattuale (appunto di contratto si tratta e non invece di lettera d'intenti). Se la lettera d'intenti è invece anche nella sostanza tale e quindi è da considerarsi come una vera e propria lettera d'intenti, affinché si possa parlare di *responsabilità in contrahendo* occorre

²⁵⁰ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 87. Si noti però come in tutti gli ordinamenti vi sia una tendenza a superare il principio della specularità tra offerta e accettazione (c.d. *mirror image rule*) (P. MONTALENTI, *op. cit.*, p. 7).

²⁵¹ U. DRAETTA, *Criteri redazionali di lettere di intento alla luce dei casi Pennzoil e SME*, in *Dir. comm. int.*, 1987, p. 239 ss., specificatamente p. 252.

²⁵² Cass., 2 marzo 1978, n. 1049; Cass., 20 agosto 1980, n. 4942.

²⁵³ Si veda il caso SME e i suoi tre gradi di giudizio: Trib. Roma, 19 luglio 1986, in *Foro it.*, 1986, I, c. 2284; App. Roma, 9 marzo 1987, in *Giur. merito*, 1987, p. 1137, con nota di M. D'AMBROSIO, *Note in margine all'affare SME-Buitoni (spunti per lo studio sul contratto preliminare condizionato)* e Cass., sentenza 11 luglio 1988, in *Dir. fall.*, 1988, p. 285, con nota di G. RAGUSA MAGGIORE, *I poteri limitati dell'impresa pubblica nel trasferimento delle partecipazioni azionari*.

che sussistano i tre requisiti sopra visti, ossia, 1) l'affidamento della parte circa la conclusione del contratto, 2) il recesso senza giusta causa e 3) il danno.

Come è stato messo in luce in precedenza, le lettere d'intento vengono scambiate quando il negoziato ha già raggiunto un certo grado di avanzamento²⁵⁴, e proprio tale avanzamento potrebbe influire sul legittimo affidamento di una parte nella conclusione dell'operazione e, di conseguenza, incidere sulla illegittimità del recesso dalla trattativa della controparte²⁵⁵. Questo sarà tanto più vero quanto più avanzato lo stadio della trattativa sia particolarmente avanzato, mentre tale possibile illegittimità sarà minore per quelle lettere d'intenti che si siano limitate a verbalizzare l'inizio delle trattative²⁵⁶. La questione è stata anche recentemente affrontata dal tribunale di Milano²⁵⁷, secondo cui: «Non è fuori luogo rammentare che qualora i contatti intercorsi tra due soggetti non siano tali da determinare la conclusione del contratto, le trattative interrotte possono ingenerare responsabilità ex art. 1337 c.c. E' però necessario, perché possa ritenersi integrata la responsabilità precontrattuale: a) che tra le parti siano in corso trattative; b) che le trattative siano giunte ad uno stadio tale da far sorgere, nella parte che invoca l'altrui responsabilità, il ragionevole affidamento sulla conclusione del contratto; c) che la parte alla quale si addebita la responsabilità interrompa le trattative senza un giustificato motivo; d) che, infine, pur nell'ordinaria diligenza della

²⁵⁴ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 85.

²⁵⁵ Sul punto anche A. MUSY, *op. cit.*, p. 43, per cui le lettere d'intenti innalzano «la soglia dei doveri di correttezza e di buona fede in capo ai soggetti coinvolti nella trattativa».

²⁵⁶ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 92 e 93 e nota 129. Inoltre, come mette in luce M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, cit., p. 335 «solo sulla base di un motivo fondato l'acquirente potrà legittimamente recedere dalle trattative nel corso delle quali la due diligence è esperita».

²⁵⁷ Tribunale di Milano, 20 aprile 2017. Per commento alla sentenza E. MORINO, *Acquisizioni societarie e responsabilità precontrattuale*, cit., p. 2174 ss. Il caso traeva origine allorquando una società gestrice di fondi d'investimento iniziava a trattare per l'acquisizione delle partecipazioni societarie con i soci di una piccola e media impresa. L'attività prodromica, all'esito della *due diligence*, portava alla redazione di bozze di accordi contrattuali che avrebbero poi dovuto essere stipulativi in via definitiva in data già prevista. In tale data però avvenne la rottura della trattativa da parte dei soci. La corte milanese, adita dalla società *buyer*, rileva, nel riconoscere una violazione dell'art. 1337 cod. civ., come l'affidamento sulla futura conclusione del contratto riposasse su elementi oggettivi quali l'aver adottato un nuovo statuto sociale, le dimissioni dei componenti degli organi di amministrazione, l'autorizzazione alla vendita delle azioni da prete dei coniugi in regime di comunione legale e così via.

parte che invoca la responsabilità, non sussistano fatti idonei ad escludere il suo ragionevole affidamento sulla conclusione del contratto».

L'aspetto vincolante che possono assumere tali impegni spesso potrebbe essere sottovalutato dalle parti a causa della poca cura con cui tali documenti vengono redatti. Questo accade perché le parti «*having reached the handshake stage [are] either eager to sign something to give the transaction a feeling of reality or are under an obligation to make public disclosure, and they do not want to break the business momentum by stopping to consider the details*»²⁵⁸. I problemi che si potrebbero manifestare in questa fase sono pertanto diversi. Ad esempio, una parte potrebbe ritenere che non sia ancora sorto alcun vincolo giuridico dalla lettera d'intenti essendo tale vincolo condizionato alla redazione di un contratto formale ma, in realtà, non è infrequente che il contratto non sia altro che il mezzo di riproduzione di vincoli già sorti²⁵⁹.

È estremamente raro che una lettera d'intenti sia completamente vincolante oppure completamente non vincolante, dal momento che contiene nella pratica pattuizioni nell'uno e nell'altro senso. Proprio per ovviare alla problematicità d'indagare circa quale sia l'effettiva efficacia è emersa nella pratica statunitense la distinzione tra lettere d'intenti *binding* oppure *non-binding*, ossia ad assetto vincolante o meno²⁶⁰. Così anche in Italia le parti sono solite indicare, nelle bozze dell'accordo, se le stesse siano o meno “*subject to contract*” e quindi non complete fino a quando non sia intervenuta l'approvazione del contratto nei suoi termini definitivi²⁶¹.

²⁵⁸ Sulle problematicità di non stabilire in maniera chiara gli effetti della lettera d'intento si vedano il caso Pennzoil e SME, in particolare in U. DRAETTA, *Criteri redazionali di lettere di intento alla luce dei casi Pennzoil e SME*, cit., in particolare p. 251- 260.

²⁵⁹ U. DRAETTA, *Criteri redazionali di lettere di intento alla luce dei casi Pennzoil e SME*, cit., p. 252.

²⁶⁰ D.A BROADWIN, *op. cit.*, p. 3. La pratica è emersa negli Stati Uniti dove «*The conventional wisdom once was that letters of intent were not binding unless they expressly stated to the contrary. There is now enough case law to make it clear that, absent an unequivocal expression of the intent of the parties to the contrary, a significant possibility exists that a court will find a letter of intent binding if it includes the material provisions of the agreements*».

²⁶¹ E. MORINO, *Acquisizioni societarie e responsabilità precontrattuale*, cit., p. 2178; V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, cit., p. 809.

Alla luce di quanto detto, quindi si tratterà di una lettera d'intenti senza effetto vincolante quando²⁶²:

- Siano previste clausole con cui le parti privano la lettera d'intenti di ogni valore giuridico;
- Sia richiesta l'approvazione ministeriale o di altre autorità, quali quelle di vigilanza o antitrust²⁶³;
- Vi sia la presenza di clausole che prevedono l'approvazione del contratto da parte dell'organo amministrativo o comunque di un organo gerarchico superiore a quello dei negozianti. Potrebbe infatti capitare che il soggetto che negozia non sia il rappresentante legale della società e sia quindi sprovvisto dei poteri di vincolare contrattualmente quest'ultima; inoltre, pur essendo legale rappresentante, l'entità dell'operazione potrebbe dover richiedere l'approvazione da parte dell'organo amministrativo²⁶⁴.

L'esigenza di tutelare l'affidamento della controparte impone di ritenere che limitazioni in tal senso (in tema di poteri vincolanti del negoziante) possano assumere rilevanza in termini di efficacia del contratto solo in presenza di un'apposita clausola, sicché, in

²⁶² S. TERSILLA, *La lettera d'intenti nella trattativa per l'acquisto di un pacchetto azionario di riferimento*, cit., p. 511 s. Si veda anche A. MUSY, *op. cit.*, p. 41.

²⁶³ Da tali clausole, infatti, si può derivare la volontà delle parti di non vincolarsi giuridicamente dovendosi intendere come presupposti al verificarsi dei quali le parti avrebbero successivamente concluso il contratto (S. TERSILLA, *ult. op. cit.*, p. 513). Un caso su tutti in relazione è il caso SME. I giudici rilevarono come le parti «*pur avendo definito compiutamente le condizioni essenziali alle quali avrebbero dovuto avere luogo la cessione delle azioni SME hanno manifestato l'intenzione di rinviare conclusione del contratto ad un momento successivo, dopo l'intervento, cioè, dell' "approvazione del consiglio d'amministrazione dell'IRI" e "dell'autorizzazione di legge" da parte dell'autorità di governo, considerate quali presupposti che avrebbero dovuto inserirsi nel meccanismo formativo del contratto e avrebbero dovuto necessariamente precedere le dichiarazioni di volontà negoziali e la costituzione del vincolo contrattuale*», App. di Roma, 9 marzo 1987, in *Giur. merito*, 1987, 1, p. 1151.

²⁶⁴ Nella sentenza citata nella nota precedente si legge poi «*La chiave interpretativa deve essere ricavata dal punto c) del testo delle intese in cui è precisato che il "prof. Prodi si impegna a sottoporre, entro il 7 maggio 1985, con proprio parere favorevole, all'approvazione del consiglio d'amministrazione dell'IRI l'operazione di cui trattasi, con l'intesa che l'approvazione deve riguardare l'intera operazione nei termini precisati nel presente documento"*».

caso contrario, la parte può presumere che il soggetto con cui sta negoziando sia dotata dei poteri idonei a concludere anche l'accordo²⁶⁵.

Inoltre, è bene sottolineare come la validità di una pattuizione come quella di cui si persiste anche qualora concretamente tale limitazione di poteri non vi sia. Sarebbe, quindi, del tutto inutile per la controparte sostenere l'efficacia vincolante della lettera, facendo valere la sussistenza nel concreto del potere di vincolarsi: la presenza della clausola richiedente l'approvazione del negozio da parte di un livello superiore, infatti, condiziona la vincolatività del negozio all'approvazione stessa²⁶⁶.

Proprio per evitare eventuali inconvenienti legati all'interpretazione della lettera d'intenti, qualora le parti desiderino mantenere una possibilità di recedere è opportuno che queste lo specificino attraverso apposite clausole, a prescindere dal fatto esse parti ritengano di poter raggiungere tale scopo con un semplice irrigidimento delle loro posizioni negoziali, posto rimane appunto aperta la possibilità che il giudice ritenga comunque la lettera d'intento portatrice di effetti vincolanti²⁶⁷.

Quanto all'efficacia nel tempo delle *LOI*, essa viene generalmente meno al momento della conclusione del contratto. Potrebbe, però, capitare che quest'ultimo si riferisca a tali pattuizioni o attraverso le premesse al contratto o attraverso specifiche clausole dello stesso. Nel caso in cui il contratto finale non ne faccia alcuna menzione, le lettere d'intenti rileveranno solo a fini interpretativi. Le parti potrebbero poi anche ritenere di privare del tutto di rilevanza le lettere d'intenti e tutto ciò che è avvenuto o stato concordato in sede di trattative attraverso *l'entire agreement clause*, la clausola con cui si priva di effetto qualsiasi documento anteriore al contratto che rimane unico oggetto dell'accordo²⁶⁸.

²⁶⁵ Si noti inoltre che per garantire maggior chiarezza ed evitare criticità indichi anche con esattezza l'organo dotato del potere di approvazione.

²⁶⁶ U. DRAETTA, *Criteri redazionali di lettere di intento alla luce dei casi Pennzoil e SME*, cit., p. 257.

²⁶⁷ U. DRAETTA, *Criteri redazionali di lettere di intento alla luce dei casi Pennzoil e SME*, cit., in particolare p. 239.

²⁶⁸ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 95; sul punto anche S. TERSILLA, *La lettera d'intenti nella trattativa per l'acquisto di un pacchetto azionario di riferimento*, cit., in particolare p. 508, nota 3. Sul punto si veda anche il contributo, in corso di pubblicazione, di M. SPERANZIN, *Circolazione dei modelli, diritto interno delle acquisizioni e i protagonisti del diritto commerciale*.

Si noti infine come nella prassi redazionale delle lettere d'intenti si siano sviluppate alcune clausole volte a prevedere l'irresponsabilità delle parti per l'interruzione delle trattative. Si tratta di clausole volte a prevedere la possibilità delle parti di abbandonare la trattativa indipendentemente dalla motivazione. Tali clausole soggiacciono alle limitazioni previste per i patti di esonero della responsabilità di cui all'art. 1229 cod. civ., e quindi devono essere esclusi il dolo e la colpa grave, nonché il caso in cui la trattativa sia stata intrattenuta per fini diversi dalla realizzazione del contratto²⁶⁹.

1.4. Le negoziazioni parallele

Nel contesto delle relazioni e responsabilità precontrattuali va analizzato anche il tema delle negoziazioni parallele e, quindi, la possibilità o meno per le parti di condurre contemporaneamente con quella incorso trattative con altri soggetti. Il tema è legato all'interpretazione che si vuole dare all'articolo 1337 cod. civ. e dunque se alla luce di questo si possa riscontrare o meno, nel comportamento della parte che conduce parallelamente un'altra trattativa una violazione del dovere di buona fede²⁷⁰.

L'opinione prevalente si è consolidata nel secondo senso, non riconoscendo, nella situazione presentata, una violazione della clausola generale di buona fede e consentendo, dunque, alla parte di intraprendere negoziazioni parallele. Tale negoziazione potrà essere condotta senza che sia necessario portarla a conoscenza della controparte, per lo meno fino a quando non abbia raggiunto uno stadio avanzato. In questo momento, infatti, un simile comportamento potrebbe essere letto come rottura del dovere di correttezza e buona fede precontrattuale, con il rischio che le trattative condotte in parallelo pregiudichino l'affidamento della controparte.

²⁶⁹ F. BENATTI, *op. cit.*, p. 531.

²⁷⁰ L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 258.

La difficoltà nel tracciare una demarcazione tra comportamento lecito e illecito non risulta però facile e, proprio per questo, più opportuna appare la stipulazione di espresse pattuizioni sul punto²⁷¹.

In questa direzione si sviluppati e diventati oggi consueti anche nel panorama italiano la stipulazione di accordi di *standstill*²⁷². Con tali previsioni, che nel nostro ordinamento a differenza di altri come quello nordamericano, possono essere anche a titolo gratuito, «*le parti, o una soltanto di esse, si impegnano a non intrattenere per tutto il tempo del negoziato, trattative parallele con altri soggetti*»²⁷³.

Spesso connesse a queste si pongono poi le *no shop clause*, clausole volte a limitare le facoltà del venditore, il quale si obbliga a non sollecitare altre offerte. Questo può essere di fondamentale importanza per il *buyer* al fine di evitare di trovarsi coinvolto in un «*bidding contests*»²⁷⁴.

Si noti come la giurisprudenza ritenga che, affinché si possa effettivamente riconoscere la presenza di tali accordi, sia necessaria la stipulazione espressa degli stessi, sotto forma di accordi o clausole²⁷⁵, non potendo invece simili previsioni derivare in maniera implicita e automatica dalla stipulazione di qualsiasi accordo contrattuale né dall'assunzione in maniera generica dell'obbligo di buona fede o da una generale dichiarazione d'intenti²⁷⁶.

1.5. Il dovere di informazione

²⁷¹ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 112 s.

²⁷² Tali accordi sono conosciuti nella prassi con diverse denominazioni. Oltre a quella di *standstill* si usa anche quella di *lock out agreements, no shop e no talk provisions*.

²⁷³ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 110. Si noti inoltre come chiaramente la loro violazione dovrà essere ricondotta all'alveo dell'inadempimento contrattuale (L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 259).

²⁷⁴ D.A BROADWIN, *op. cit.*, p. 16.

²⁷⁵ Come nota A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 110, tali accordi generalmente sono posti assieme ai *confidentiality agreements* in un unico documento oppure tra le *binding provisions* delle lettere d'intenti.

²⁷⁶ L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 159.

Una problematica di centrale importanza nell'ambito dei rapporti precontrattuali tra le parti è quella legata al dovere di informare la controparte. Nella sfera della buona fede *ex art. 1337 cod. civ.* rientrano infatti (e anzitutto)²⁷⁷ i doveri d'informazione e di comunicazione riguardo a quegli eventi che potrebbero influenzare la volontà della controparte alla conclusione del contratto o i suoi termini. Tale rapporto risulta più complicato nel contesto che qui si analizza²⁷⁸, caratterizzato, come è emerso, da una profonda contrapposizione tra le parti, in un rapporto che vede, da un lato, il venditore restio nel comunicare le informazioni in suo possesso, dall'altro, il compratore desideroso di ottenere una totale conoscenza. È proprio in virtù di tali asimmetrie informative, e quindi di squilibrio tra le parti, che deve essere letta la tematica circa il dovere di cui si va trattando. L'elemento problematico che qui s'incontra non attiene tanto all'*an*, quanto piuttosto al *quantum* e al *quomodo*²⁷⁹.

Sul punto la giurisprudenza afferma come tale obbligo si concretizzi nel dovere di tenere una condotta leale, «*astenersi da comportamenti maliziosi e reticenti*» e fornendo «*alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o conoscibile con l'ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto*»²⁸⁰.

È quindi necessario, da un punto di vista generale, guardare alle circostanze che hanno determinato tale squilibrio valutando, la natura dell'affare, la “qualità” dell'informazione da acquisire, gli eventuali costi da sopportare a tale fine; le modalità di svolgimento delle trattative, le condizioni economico-sociali delle parti, il grado di “professionalità” e competenza di cui le stesse siano eventualmente dotate²⁸¹. Ora,

²⁷⁷ G. BEVIVINO, *op. cit.*, p. 577, parla a riguardo di «*assoluta centralità*».

²⁷⁸ La questione è espressamente disciplinata invece dal legislatore in altri settori, dove vengono attribuiti specifici doveri di informazione precontrattuale. È il caso dell'affiliazione commerciale (art. 6, l. 6 marzo 4004, n. 129); di chi promuove l'offerta pubblica d'acquisto (art. 102 t.u.f) e in ambito di tutela dei consumatori. Per quest'ultimo profilo si veda A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, Milano, 2020, p. 167 ss. e p. 229 ss.

²⁷⁹ L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 285.

²⁸⁰ Cass., 23 marzo 2016, n. 5762. Sul punto similmente Cass., 15.4.2016, n. 7545 dove si afferma come «*il principio di correttezza e buona fede [...] comporta [...] il dovere della parte di fornire alla controparte nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto (art. 1337 c.c.) ogni dato, conosciuto o conoscibile con l'ordinaria diligenza, che sia rilevante ai fini della stipulazione del contratto*».

²⁸¹ L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 300.

nell'assoluta maggioranza dei casi le operazioni di acquisizione sono frutto di negoziazione tra imprenditori, in cui non risulta vi sia un divario tale da giustificare una valutazione di favore per una parte o da rendere applicabile la disciplina dello squilibrio economico nei contratti d'impresa. Ecco perché ferma restando l'asimmetria informativa tra le parti, questa deve essere colmata attraverso la *due diligence* e le clausole di garanzia²⁸².

Concentrandoci ora sulla fase di *due diligence* precontrattuale, è imperativo condurre un'analisi approfondita relativa al suo impatto sulle dinamiche tra le parti coinvolte nell'operazione valutando, in particolare, come tale indagine si rapporti con i doveri di buona fede delineati nell'art. 1337 cod. civ. Fondamentalmente, la questione che si presenta consiste nel comprendere come il dovere di informazione derivante da quello di buona fede si relazioni all'esecuzione da parte dell'acquirente della *due diligence*. Il dovere di informazione, come abbiamo visto, cade sulla parte che dispone delle informazioni rilevanti. Tale dovere non trova nella normativa del nostro Paese carattere omnicomprensivo, quindi generale e assoluto, non essendo richiesto alla parte che di tali informazioni dispone di colmare l'inerzia del suo interlocutore, il quale, nell'ambito che ora stiamo analizzando, sarà generalmente un soggetto professionista. Spetta, quindi, all'acquirente procurarsi il maggior numero di informazioni possibili, non venendo quest'ultimo tutelato in caso di comportamento passivo²⁸³.

Posto quindi l'onere di autoresponsabilità in capo all'acquirente, bisogna chiedersi se, a fronte di una richiesta di informazioni, il venditore sia obbligato a provvedere o se possa opporvisi. Il problema è dunque se il rifiuto ingeneri automaticamente responsabilità precontrattuale o meno.

La tesi prevalente è quella secondo cui, anche in presenza di specifiche richieste, il *seller* potrebbe legittimamente tacere alcune informazioni qualora emerga la necessità di

²⁸² M. SPERANZIN, *Compravendita «non convenzionalmente garantita» di partecipazioni sociali di "controllo"*, in *Giur. comm.*, 2019, p. 468 ss., specificatamente p. 472 s.

²⁸³ L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 358.

tutelare gli interessi della società stessa²⁸⁴. Quello che conta è, dunque, che la parte sia in grado di motivare il proprio diniego.

Con riferimento alle specifiche richieste d'informazione nell'ambito delle acquisizioni deve essere guardata anche la prassi delle *check list*. Come già accennato le *check list* consistono in una serie di domande e richieste di informazioni su specifici fatti che il comparatore manifesta interesse a conoscere perché normalmente critiche²⁸⁵. Tale trasmissione produce come effetto quello di limitare i doveri di comunicazione in capo all'alienante che non sarebbe tenuto a riferire altre informazioni se non quelle della *check list*, la cui incompletezza è da imputare in capo all'acquirente²⁸⁶.

Al contrario, la responsabilità si aggrava nel momento in cui, nonostante un'esplicita richiesta di informazioni, la parte sia reticente a fornirle²⁸⁷. Questo comporta che in caso venga presentata la *check list* sul venditore insisterà un obbligo di completezza più approfondito nel rendere le informazioni²⁸⁸.

In relazione al dovere di informazione, si pone anche il problema circa la convenienza economica dell'affare. La dottrina²⁸⁹ e la giurisprudenza maturata sul punto tendono ad escludere che tale elemento possa assumere rilievo all'interno dei

²⁸⁴ R. VENTURA, *La diligenza degli amministratori nelle acquisizioni societarie*, in *Giuri. Comm.*, 2002, II, p. 217 ss., specificatamente p. 220, secondo cui «un certo numero di informazioni, come i dettagli sulle reti di distribuzione, possono anche essergli legittimamente negate con pieno rispetto del principio di buona fede nelle trattative». Alle simili considerazioni si aggiunga, per completezza, quanto rilevato dalla recentissima monografia di M. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 146 dove l'A. mette in luce come, al di fuori di quelle situazioni in cui sia riscontrabile un diritto alla *due diligence*, gli amministratori sono chiamati ad assecondare il prevalente interesse sociale alla riservatezza.

²⁸⁵ G. DE NOVA, *Il Sale and purchase agreement: un contratto commentato: lezioni di diritto civile*, cit., p. 73. Per un esempio di *check list* completa si veda F. S. REED, A. R. LAJOUX, H. P. NESVOLD, *op. cit.*, p. 23 ss.

²⁸⁶ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, cit., p. 357, dove si sottolinea come in questo caso troverebbero applicazione gli stessi principi applicati in tema di assicurazione e carenze del questionario.

²⁸⁷ V. ROPPO, *op. cit.*, p. 170.

²⁸⁸ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, cit., p. 358.

²⁸⁹ Vedasi ad esempio F. BENATTI, *op. cit.*, p. 514; E. MINERVINI, *Errore sulla convenienza economica del contratto e buona fede precontrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 1987, p. 924; S. TERSILLA, *Le clausole di garanzia nei contratti di acquisizione*, in *Dir. comm. int.*, 2004, p. 101 ss., in particolare p. 102; P. MAMMOLA, *Some Remarks on the Sale of Corporate Control from an Italian Perspective. Teoria e storia del diritto privato*, 2021, 14: 19, p. 25, dove «Purchaser's mistake on the economic convenience of the deal – i.e., a bad deal – is traditionally not relevant nor material».

doveri informativi *ex art. 1337 cod. civ.*, affermando come «L'impossibilità di tutelare i meri errori di valutazione, che influiscono soltanto sul prezzo, dipende dalla stesso sistema dell'autonomia contrattuale che riserva alla sfera dei motivi individuali, ed irrilevanti, l'apprezzamento in ordine all'utilità dell'affare»²⁹⁰. Tali conclusioni sono in particolar modo condivisibili quando ci si confronti con il contesto oggetto del presente lavoro. Nelle operazioni in questione, infatti, il compratore sarà generalmente assistito da consulenti e advisor specializzati²⁹¹ e incaricati di seguire i diversi ambiti in cui si dirama l'attività di *due diligence* (legale, fiscale, eccetera). L'obbligo di diligenza nel fornire le informazioni in capo all'alienante non potrà quindi che essere mitigato dalla professionalità del compratore²⁹².

Emerge, dunque, un quadro connotato da incertezza, che rappresenta sicuramente una problematicità che potrebbe dar luogo a controversie. Proprio per evitare tali spiacevoli evenienze, la soluzione che è stata proposta è quella di una "contrattualizzazione" dei doveri informativi²⁹³. Infatti, data l'incertezza, è apparso conveniente per le parti andare a determinare loro stesse, attraverso un accordo, che non può che avere carattere contrattuale, il perimetro delle informazioni che devono essere fornite nel periodo necessario allo svolgimento della *due diligence*.

In particolare, sarà utile per le parti modulare tale pattuizione in relazione all'oggetto dell'informazione e allo stadio della trattativa. Tale obbligo chiaramente non andrà a coprire le informazioni che la parte avrebbe dovuto procurarsi secondo la

²⁹⁰ Cass., 19 luglio 2007, n. 16031, in *Giur. comm.*, 2008, p. 103 ss. con nota di A. TINA; in *Giur. Comm.*, 2008, II, p. 1176 ss., con nota di F. PARMEGGIANI; in *Giur. it.* 2008, p. 365 ss., con nota di L. RENNA. Anche in V. SANGIOVANNI, *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore*, in *Notariato*, 2012, p. 203 ss., in particolare p. 209 ss. Si tratta questo di un caso in cui l'acquirente di partecipazioni sociali non rette da garanzie non aveva proceduto alla valutazione dei dati di bilancio e i libri contabili. La Corte sottolinea come appunto si tratti di un errore di violazione e non possa rientrare nella violazione dell'art. 1337 cod. civ.

²⁹¹ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 11, per cui «[...] elemento normalmente ricorrente attiene al tasso di elevata specializzazione richiesta a coloro che si occupano di effettuare materialmente l'attività di due diligence».

²⁹² S. TERSILLA, *La due diligence per l'acquisizione di un pacchetto di controllo di una società non quotata in borsa: gli obblighi di informazione e responsabilità dei soggetti coinvolti*, cit., p. 973.

²⁹³ L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 377 s., da cui si trae anche la ricostruzione che segue. L'A. mette in luce come tale regolamentazione di matrice contrattuale sia opportuna non solo con riferimento allo svolgimento della *due diligence investigation*, ma anche appunto al dovere di informazione.

propria ordinaria diligenza, quali le infrazioni facilmente reperibili, né tantomeno quelle informazioni la cui pubblicità è richiesta *ex lege*. In secondo luogo, sarà utile per le parti prevedere degli specifici obblighi di riservatezza in merito alle informazioni così fornite, modulando anche queste in relazione al momento in cui la *due diligence* si sta svolgendo.

È bene sottolineare in fine come la contrattualizzazione del dovere di informazione non andrebbe ad escludere l'applicabilità del dovere di informazione *ex art. 1337 cod. civ.* La disciplina patrizia avrebbe invero l'effetto di riempire di un contenuto preciso e individuato la disposizione codicistica la quale manterrebbe poi la propria rilevanza centrale con riferimento ai casi residuali non oggetto di specifica pattuizione tra le parti²⁹⁴.

Un ultimo aspetto che occorre rilevare nell'ambito del dovere di informazione è quello legato alla c.d. *sell side due diligence* o *vendor due diligence*, ossia quella attività di *due diligence* predisposta dal venditore al fine di offrire all'acquirente un *report* informativo sulla società²⁹⁵.

Il risultato frutto di questa indagine viene messo a disposizione del comparatore che lo utilizzerà al fine di valutare la società. Proprio per questo, qualora le informazioni contenute in tale *report* fossero inesatte, ne deriverà una responsabilità dell'alienante²⁹⁶.

1.6. Il dovere di confidenzialità

Strettamente connesso a quanto appena visto e a questo contrapposto, è il tema relativo alla posizione della parte che riceve l'informazione. Come si è cercato di mettere in luce, in questa tipologia di operazioni le parti hanno necessità di scambiarsi un grande numero di informazioni di carattere finanziario, strategico, commerciale, ecc. In questo contesto, il timore principale della parte venditrice è che le informazioni

²⁹⁴ *Ini*, p. 380 dove si nota anche come con riferimento alle informazioni che invece siano state fatte oggetto di contrattazione debba prevalere la disciplina convenzionale.

²⁹⁵ S. LANTINO, P. CASUCCI, L. LIMIDO, *op. cit.*, p. 428.

²⁹⁶ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, *cit.*, p. 360.

rese possano essere diffuse e sfruttate dall'acquirente senza concludere la trattativa, intrapresa magari al solo scopo di acquisire le informazioni strategiche di un competitor.

Il *modus operandi* in questione appare subito come una violazione del generale dovere di buona fede precontrattuale²⁹⁷. Come visto, però, la portata del risarcimento del danno per violazione del dovere di cui all'art. 1337 cod. civ. risulta, secondo l'orientamento prevalente, limitata al solo interesse negativo, in una prospettiva risarcitoria che potrebbe dimostrarsi particolarmente pregiudizievole per il soggetto leso²⁹⁸.

Ecco che, dunque, così come gli altri aspetti legati al momento precontrattuale affrontati in precedenza, le problematiche codicistiche sono state colmate dalla prassi mediante appositi accordi, volti a disciplinare anche questa sfaccettatura del negoziato. Tali accordi, che si pongono in rapporto di complementarità e strumentalità alle trattative²⁹⁹, e con cui si dovrebbe aprire ogni trattativa³⁰⁰, vengono denominati “*non disclosure agreements*” o anche “*confidentiality agreement*”³⁰¹.

Si tratta di clausole di confidenzialità con duplice funzione: in primo luogo quella di limitare l'utilizzo delle informazioni ricevute al solo scopo della trattativa e, di conseguenza, non sarebbero più utilizzabili dopo la fine di quest'ultima. In secondo

²⁹⁷ I. NASTI, *Il comportamento delle parti durante le trattative: gli obblighi precontrattuali*, in *Corr. Giur.*, 1999, p. 472.

²⁹⁸ Nelle operazioni di cui si discute, proprio per far fronte a tali problematiche, parte della dottrina sul finire del Novecento aveva tentato di qualificare l'informazione come bene in senso proprio, potendo in questo modo da tutelarla attraverso il ricorso alle norme a protezione del diritto di proprietà (L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 306). Si noti, inoltre, come disposizioni in tema di riservatezza potrebbero essere tratte anche dai principi UNIDROIT, che riconoscono doveri di riservatezza in relazione alle informazioni fornite nella negoziazione. In particolare, 2.1.16 UNIDROIT «*Se, nel corso delle trattative, una parte rivela un'informazione in via riservata, l'altra parte ha il dovere di non divulgare tale informazione o di non usarla scorrettamente a proprio vantaggio, indipendentemente dalla successiva conclusione del contratto. Ove il caso lo richieda, il rimedio per l'inosservanza di questo dovere può includere un risarcimento commisurato al vantaggio ottenuto dalla controparte*».

²⁹⁹ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, p. 97.

³⁰⁰ E. MENETTI, G.M. DELLA VERITÀ, *Acquisizioni d'azienda: la riservatezza innanzitutto*, in *Commercio internazionale*, 1996, p. 937 ss.

³⁰¹ Tali clausole trovano cittadinanza oltre che nel campo ora di nostro interesse anche in altri contesti quali ad esempio i con tratti di trasferimento di *know how* e *joint venture* ed altri contratti di lunga durata.

luogo, quella di far sì che la parte non divulghi le informazioni, nei negoziati apprese, a terzi³⁰².

Oltre al carattere negativo l'accordo potrebbe contenere poi anche obbligazioni di carattere positivo quali, ad esempio, quella di distruggere le informazioni ottenute.

All'interno di tali *agreement* si possono trovare diverse tipologie di pattuizioni. Queste, infatti, si differenziano a seconda dell'oggetto dell'informazione: vi potranno essere dunque accordi volti ad evitare che l'informazione circoli verso soggetti terzi, procurando altrimenti un danno alla società, così come accordi volti a contrastare gli *hostile take-over*, ossia quelle situazioni in cui il *buyer* punta, piuttosto che ad acquisire la società al prezzo richiesto, alla scalata interna, e così via³⁰³.

Si noti, inoltre, come l'alienante potrebbe avere il timore che informazioni sull'operazione circolino tra i propri dipendenti, clienti e fornitori influenzando negativamente l'andamento della società.

Nella prassi tali accordi vengono stipulati nella fase precedente alla conclusione del contratto. Sul punto è bene da subito notare come tale tipologia di *agreement* sia profondamente differente dalle lettere d'intenti, che potrebbero essere sottoscritte nello stesso momento o di cui il *confidentiality agreement* potrebbe far parte. La funzione è, infatti, quella di assicurare la riservatezza durante la fase delle trattative e proprio per questo le precedono ed assumono natura vincolante; al contrario, le lettere d'intenti, pur collocandosi nella fase della negoziazione, come si è visto, potrebbero non avere tale natura vincolante, ponendosi invece generalmente come mezzo volto alla documentazione delle stesse³⁰⁴.

³⁰² Inoltre, «volendo scomporre la prestazione della disclosing party, così come tipicamente dedotta in questo genere di accordi secondo la loro formulazione standard, è possibile individuare due principali obblighi di non fare: in primis, l'obbligo di non utilizzare le informazioni ricevute per scopi estranei alla trattativa o all'esecuzione del negozio; in secundis, l'obbligo di non divulgare a terzi» (P. ZANONI, L. CASATI, *La durata dei patti di riservatezza: dal termine di un obbligo di non fare al termine del diritto d'uso del bene informazione*, in *I contratti*, 2018, p. 597 ss. specificatamente p. 598). Medesima duplice funzione viene messa in luce da V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, cit., p. 806.

³⁰³ C. ROSELLO, *Le clausole di riservatezza e i non disclosure agreements*, in *Dir. Comm. Int.*, 2014, p. 697 ss., specificatamente p. 698 s.

³⁰⁴ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 98.

L'inserimento di una pattuizione di confidenzialità ha, infatti, come effetto quello di contrattualizzare l'obbligo in essa contenuto³⁰⁵. Si tratta di previsioni carattere contrattuale che impegnano le parti a doveri vincolanti e la cui violazione, di conseguenza, soggiace alla disciplina dell'inadempimento con l'importante conseguenza che, non trattandosi più di una responsabilità precontrattuale, il risarcimento del danno non sarà più limitato al solo interesse negativo³⁰⁶.

La quantificazione di tale danno potrebbe, però, risultare complessa tanto quanto darne la prova. Per tale motivo, da un punto di vista pratico sarà, conveniente per le parti inserire a margine dell'accordo una clausola penale al fine di quantificare già in questa fase il pregiudizio, eliminando così possibile controversia a riguardo³⁰⁷.

L'accordo ha tre elementi fondamentali: «*The buyer will keep the information disclosed to it confidential [...]. The buyer will not use the information except for the purpose of evaluating the acquisition with a clear statement that, if the acquisition is not consummated, the buyer will not use any information in competition with the seller. The seller should insist that the confidentiality agreement survive termination of the letter of intent*»³⁰⁸.

Inoltre, l'obbligo alla riservatezza potrebbe avere anche carattere positivo, imponendo all'acquirente di proteggere le informazioni *disclosed* con la stessa oculatezza con cui tutela le proprie³⁰⁹.

Chiaramente l'interesse del *buyer* sarà quello di restringere quanto più possibile la portata di tali obblighi di riservatezza, mentre il venditore, in senso opposto, avrà interesse ad allargare lo spettro di tale obbligo. Nel primo senso, la parte potrà richiedere che il *seller* specificatamente indichi alcuni elementi come riservati e che tale obbligo venga meno nel caso in cui le informazioni soggette a segreto vengano rese pubbliche

³⁰⁵ C. ROSELLO, *op. cit.*, p. 702.

³⁰⁶ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie, cit.*, p. 108.

³⁰⁷ *Ivi*, p. 109.

³⁰⁸ D.A BROADWIN, *op. cit.*, p. 15.

³⁰⁹ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie, cit.*, p. 103.

(ovviamente non per violazione dell'accordo), nonché nel caso si tratti di informazioni che la parte già possedeva e per le informazioni che la parte riceve da soggetti terzi³¹⁰. Centrale importanza riveste anche la delimitazione, oltre che dei limiti oggettivi, anche di quelli soggettivi al dovere di confidenzialità. In questo senso, sarà opportuno individuare quali saranno i soggetti che avranno conoscenza di tali informazioni e le ragioni per cui ne verranno a conoscenza³¹¹.

I doveri di riservatezza possono assumere due connotazioni. La prima è quella di obbligazione di mezzi. Questa ipotesi si configurerà quando il dovere è costruito come *best effort*. Alternativamente, si potrebbe configurare come un obbligo di risultato, che, quindi, va oltre l'ordinaria diligenza e assume invece natura assoluta e oggettiva. Tuttavia, tale analisi deve necessariamente essere condotta in riferimento alla specifica clausola contrattuale, aspetto questo di non trascurabile importanza. Ciò è particolarmente significativo nel caso di un impegno venga qualificato sotto forma di obbligazione mezzi, in cui dunque l'obbligato sarà essere esonerato dalla responsabilità dimostrando di aver compiuto ogni sforzo possibile per ottemperare all'obbligazione; tale prova liberatoria, invece, non troverebbe spazio nel caso in cui la clausola fosse configurata sotto forma di obbligazione di risultato e la responsabilità si qualificasse come oggettiva.

Un aspetto fondamentale nella negoziazione di un *confidentiality agreement* è la durata³¹². Sul punto bisogna operare una distinzione. Nel caso in cui il negoziato vada in porto normalmente, gli impegni in parola verranno sostituiti da apposite clausole del contratto definitivo e quindi saranno destinati ad estinguersi; invece, nel caso in cui a tale meta non sia raggiunta i doveri permarranno per il periodo indicato dalle parti o comunque fin tanto che la divulgazione delle informazioni possa danneggiare la parte alla quale si riferiscono³¹³. Nell'individuare tale periodo di rilevanza, sostanzialmente la

³¹⁰ D.A BROADWIN, *op. cit.*, p. 15; C. ROSELLO, *op. cit.*, p. 704, dove l'A. nota anche come per le informazioni di cui la parte sia già in possesso da un punto di vista pratico sia consigliabile ricorrere al deposito fiduciario ("*Escrow*") presso un notaio al fine di evitare controversie al riguardo.

³¹¹ C. ROSELLO, *op. cit.*, p. 704.

³¹² F. LESSAMBO, *op. cit.*, p. 16.

³¹³ U. DRAETTA, *op. cit.*, p. 264.

parte farà una scommessa sulla irrilevanza dell'informazione dopo un certo lasso di tempo³¹⁴, che di solito è di 18-24 mesi³¹⁵.

Gli obblighi di confidenzialità si caratterizzano per ulteriori connotati quando ad essere coinvolti nella loro redazione o nella loro violazione sono gli amministratori delle società.

La predisposizione di accordi di riservatezza è infatti da ritenere elemento centrale nella valutazione del comportamento dell'amministratore secondo diligenza, come meglio si evidenzierà nel prosieguo della trattazione. Tale diligenza si manifesterà non solo nella predisposizione di un obbligo di riservatezza ma anche nella modulazione della sua intensità, adeguatamente presidiata sul piano dell'*enforcement*³¹⁶. Ecco che dunque sarà consigliabile la redazione di una clausola non in termini di mezzi, bensì di risultato.

Quanto alla violazione degli accordi, tale condotta presenta dei risvolti particolari quando la parte che li ha violati sia la società *buyer*, *rectius* gli amministratori della società *buyer*. Nel caso in cui, infatti, tale dovere venisse violato, non potrebbe che derivarne la responsabilità civile nei confronti della *disclosing party*. Gli obblighi di riservatezza hanno invero funzione contrattualizzante del dovere di riservatezza e, per questo, la loro violazione non potrà che essere ricondotta alla responsabilità contrattuale, con conseguente pregiudizio alla società *buyer* che dovrà risarcire il danno arrecato. Non è quindi illogico, ritenere la condotta da cui tale danno deriva possa sollevare profili di responsabilità degli amministratori che tale violazione hanno causato.

1.7. Informazione precontrattuale e amministratori della società target

Si tratta ora di analizzare più da vicino il ruolo degli amministratori della società *target*. Questi, infatti, svolgono un ruolo centrale e determinante ai fini della

³¹⁴ P. ZANONI, L. CASATI, *op. cit.*, p. 600, dove si parlava di «*betting on obsolescence*».

³¹⁵ F. LESSAMBO, *op. cit.*, p. 16.

³¹⁶ R. SACCHI, *op. cit.*, p. 58.

conclusione dell'operazione, specie nella fase precontrattuale o comunque nella fase antecedente al *closing*. Tale ruolo deve essere valutato in relazione alla cooperazione che è a questi richiesta con l'acquirente. Egli, essendo tendenzialmente un soggetto estraneo alla società, si rivolgerà agli amministratori per il tramite dell'alienante al fine di ottenere le informazioni necessarie alla valutazione circa la convivenza dell'affare. Come si è più volte messo in luce, infatti, le informazioni pubbliche non sono, perlomeno nelle società chiuse di cui qui si tratta, idonee a formulare un giudizio completo sulla società. Da ciò nasce la necessità di ottenere ulteriori informazioni da parte degli amministratori della stessa ai quali spetterà la predisposizione delle stesse. Spesso questo momento si presenta come problematico. Non è raro, infatti, che l'amministratore della società *target* ritenga di compiere un'azione illecita nel momento in cui rende informazioni all'acquirente, specie considerando le precise e analitiche domande che si è detto essere prassi nelle più diffuse *check list*. Questa criticità non si affievolisce neppure quando l'amministratore si faccia assistere da consulenti esterni alla società, posto che la responsabilità circa le informazioni rimane in capo agli amministratori³¹⁷.

In passato queste resistenze erano state accolte da chi negava spazio alla *due diligence*, sostenendo che in questo modo venissero violati alcuni dei doveri cardine dell'amministratore quale quello di garantire la parità di trattamento tra i soci-azionisti, il dovere di riservatezza e così via³¹⁸. Sostanzialmente si ammetteva la *due diligence* solo in poche e circoscritte ipotesi, come quando l'alienazione veniva fatta dal soggetto

³¹⁷ V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, cit., p. 804.

³¹⁸ Vedasi R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, vol. 10, t. 2, Torino, 1993, in cui a p. 559, dove qualifica la *due diligence* come pratica contraria alla legislazione vigente affermando come «il dovere di riservatezza che impedisce di rispondere, in nome del segreto imprenditoriale, ai soci di minoranza, non riesce viceversa ad ostacolare la servizievole messa a disposizione, dell'aspirante compratore della quota di maggioranza, delle scritture contabili e dei progetti aziendali in corso di maturazione. Non si può nemmeno addurre come scusante la clausola di stile, sottoscritta all'inizio delle trattative dal potenziale acquirente, di non divulgare o di non utilizzare per il proprio o altrui profitto le informazioni confidenzialmente ricevute». R. SACCHI, *op. cit.*, p. 53 ss., nell'annotare tali considerazioni rileva come sebbene il discorso si riferisca alle società quotate, se condiviso, debba valere anche per quelle non quotate e come il suo fondamento derivi dal non concepire l'interesse all'alienazione come un interesse sociale (tesi che in questo lavoro si è accolta).

detentore della totalità delle partecipazioni oppure quando, sebbene non si trattasse di socio unico, venivano ricomprese nell'acquisizione anche le partecipazioni dei soggetti di minoranza.

Altri Autori³¹⁹, al contrario, già in passato, ritennero la cooperazione da parte degli amministratori come legittima e necessaria, e quindi doverosa, sollevarono diversi rilievi verso la tesi appena esposta. Un primo aspetto critico veniva mosso riguardo natura dell'operazione. Come è stato evidenziato all'inizio di questo lavoro, col passare del tempo la complessità delle attività imprenditoriali è andata via via crescendo e, anche per questo, al *buyer* che valuta se procedere ad un'acquisizione o meno non saranno minimamente sufficienti i meri dati pubblici della *target*, ma, al contrario, sarà necessario indagare ogni aspetto della società, senza trascurare alcun settore³²⁰, per evitare di trasformare l'operazione da ragionata a una vera e propria scommessa³²¹. Un secondo elemento di critica che viene mosso si fonda sul fatto che la *disclosure* avvenga anche in altre circostanze della vita di una società. Vengono portati come esempi il caso della cessione d'azienda o di un suo ramo, dove sarà chiaramente necessaria una attività d'indagine e analisi del tutto simile alla *due diligence* nel contesto esaminato nel presente lavoro; lo stesso ragionamento può essere fatto nel caso in cui la società richieda un finanziamento bancario dove, prima della concessione, sarà sicuramente condotta un'istruttoria preventiva da parte della banca che, in relazione all'ammontare del finanziamento e alle sue caratteristiche, potrebbe portare ad un'analisi penetrante tanto quanto quella che viene fatta in sede di acquisizione. A queste osservazioni è

³¹⁹ G. ACERBI, *op. cit.*, p. 281 ss.

³²⁰ Appunto si vedano le *check list* che sono sempre più articolate e dettagliate.

³²¹ Si esprime in questo senso anche R. SACCHI, *op. cit.*, p. 55, il quale afferma come: «*in assenza di un'ampia disclosure in sede di due diligence, è molto difficile vendere la propria partecipazione sociale ed è ancor più difficile ottenere condizioni di vendita soddisfacenti*». Nella stessa direzione si pone anche U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p.65 ss., specificatamente p. 70, secondo cui «*la due diligence [è] un momento, per prassi, necessario nella cessione di partecipazioni sociali rilevanti*». Ancora L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, *op. cit.*, p. 256 «*nessun acquirente diligente accetterebbe di concludere un contratto di acquisizione di un pacchetto azionario di rilievo senza prima ricevere informazioni supplementari sulla società rispetto a quelle disponibili e senza aver condotto un'approfondita due diligence*». Inoltre, come si vedrà nel capitolo 2 paragrafo 4 una acquisizione senza un'adeguata valutazione e un attento processo di *due diligence* potrebbero anche esporre gli amministratori della società *buyer* a responsabilità.

necessario aggiungere anche quelle della nuovissima dottrina trattata nel primo capitolo, secondo cui la *due diligence*, a date condizioni, si pone quale vero e proprio diritto del socio alienante³²².

Posto quindi che la *due diligence* è un'attività ritenuta ormai perfettamente lecita, si tratta ora di vedere come gli amministratori della (società) *target* debbano comportarsi in questa delicata fase e, in particolare, come conformare le loro scelte al dovere di riservatezza.

Per far ciò, è necessario analizzare diverse disposizioni del Codice civile, nel quale, a differenza di altri ordinamenti che lo impongono espressamente, il dovere di riservatezza, non trova esplicita definizione; tuttavia, non v'è dubbio riguardo l'esistenza di tale dovere³²³.

Anzitutto, il dovere di riservatezza viene disciplinato dal codice con riferimento ai sindaci all'articolo 2407 cod. civ. La norma, disciplinandone la responsabilità, impone di mantenere il segreto sui fatti e sui documenti di cui le parti hanno conoscenza per ragione del loro ufficio. Secondo certa dottrina³²⁴ tale dovere sarebbe estendibile anche agli amministratori.

Altri Autori³²⁵ riconoscono, invece, tale dovere nell'art. 2391 cod. civ. ultimo comma, secondo cui l'amministratore risponde dei danni subiti dalla società dalla utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati, notizie, opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico. La disposizione successiva, oggi norma centrale in tema di responsabilità degli amministratori, impone in capo a questi il dovere di adempiere, con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze, ai doveri che sono loro imposti dalla legge e dallo statuto.

Due sono i doveri che, similmente a quanto avviene nel mondo anglosassone, oggi vengono ricondotti in capo agli amministratori: quello della *duty of care* e quello

³²² Si veda sul punto il terzo paragrafo del primo capitolo.

³²³ R. SACCHI, *op. cit.*, p. 49.

³²⁴ G. ACERBI, *Gli amministratori di società per azioni di fronte al trasferimento del controllo*, *cit.*, p. 281 ss.

³²⁵ M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 358; U. TOMARI, *op. cit.*, p. 69.

della *duty of loyalty* rispettivamente, il dovere di diligenza e quello di agire con lealtà nell'interesse della società³²⁶. La Cassazione³²⁷ ha ritenuto che la diligenza consista nel dovere di «*adottare tutte le misure necessarie alla cura degli interessi sociali*» e la lealtà nel «*non agire in conflitto di interessi con la società amministrata*».

La determinazione del contenuto del dovere di diligenza aveva costituito per la dottrina e la giurisprudenza, argomento dalle non poche difficoltà che vennero poi superate con la riforma del diritto societario. Il rinnovamento di inizio anni Duemila della disciplina ha, infatti, sancito come dovere primario degli amministratori quello di rispettare i principi di corretta amministrazione, mentre la diligenza quale criterio in base al quale valutare l'adempimento delle prestazioni a cui l'amministratore è tenuto³²⁸. La diligenza rappresenta quindi «*modo di adempiere esattamente all'obbligazione*»³²⁹ e il principio di corretta amministrazione il modello di comportamento dovuto dall'amministratore. Tale secondo postulato è, infatti, dotato di autonomo contenuto precettivo, ricavabile dai modelli di condotta consolidati nelle massime d'esperienza e negli *standards* della prassi³³⁰.

Quanto all'estensione della corretta amministrazione, essa è piuttosto vasta ed esorbita dall'analisi che qui si conduce. Per quanto ora di nostro interesse, essa viene in rilievo sotto il profilo dinamico della gestione sociale e sotto quello inerente alle scelte discrezionali che gli amministratori compiono nel rendere le informazioni. Tali decisioni, proprio perché discrezionali, non saranno sindacabili quando rispondano ai «*generali criteri di razionalità economica posti dalla scienza aziendale*» e dovranno essere quindi

³²⁶ G.M. MOSCO, S. LOPREIATO, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Rivista delle società*, 2019, p. 117.

³²⁷ Cass., 17 gennaio 2007, n. 1045, in *Giur. comm.*, 2009, p. 431.

³²⁸ M. IRRERA, *op. cit.*, p. 359.

³²⁹ F. VASSALLI, *L'art 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003, p. 23 ss. e p. 31. Secondo altra dottrina (M. CIAN, *Diritto commerciale*, *cit.*, p. 526 s.) non sarà sufficiente che il risultato della gestione sia «*negativo in sé*», elemento questo che potrebbe del resto dipendere anche da fattori estranei alla condotta degli amministratori, ma che tale risultato sia frutto di una gestione non diligente. In questo senso la colpa degli amministratori dovrà essere valutata secondo i criteri della imperizia, negligenza e imprudenza, dovendosi intendere la diligenza come «*misura dell'impegno versato all'adempimento*».

³³⁰ M. IRRERA, *op. cit.*, p. 360 s.

valutate in relazione al consolidato principio della *business judgment rule*³³¹. Quello che rileverà sarà dunque se gli amministratori nel mettere a disposizione del *buyer* le informazioni riservate della società abbiano adottato tutte le cautele opportune e se l'operazione non sia manifestamente imprudente³³².

In definitiva, la comunicazione delle informazioni aziendali nell'ambito della *due diligence* si deve ritenere, ricollegandosi a quanto già osservato, sorretta dal giustificato motivo o comunque dalla giusta causa³³³. Si potrebbe parlare di giustificato motivo quando sopravvenga un interesse alla *disclosure* che, in relazione alle circostanze e secondo prudente apprezzamento, deve prevalere rispetto all'interesse al riserbo. Ecco che così la rivelazione di un segreto aziendale sarà possibile quando rappresenti l'unico mezzo per perseguire un interesse protetto dall'ordinamento, quale l'informazione alla controparte nel rapporto giuridico secondo i criteri di correttezza e buona fede³³⁴. In questo contesto, la rivelazione delle informazioni deve essere considerata come sorretta da giustificato motivo proprio in virtù dell'interesse della parte alienante all'esercizio della propria autonomia negoziale.

Questo non significa che l'amministratore sia a questo punto libero nel fornire qualsiasi tipo di informazione senza cautele. Al contrario, devono essere adottati tutti i mezzi possibili al fine di evitare pregiudizi alla società per via della *disclosure* delle informazioni riservate che potrebbe esporre gli amministratori all'azione di responsabilità *ex artt.* 2392 e 2393 cod. civ.

³³¹ M. IRRERA, *op. cit.*, p. 364. La *business judgment rule*, come nota G.M. MOSCO, S. LOPREIATO, *op. cit.*, p. 132, nota 40, è stata introdotta per la prima volta dalla Corte Suprema della Louisiana nel caso *Percy v. Millaudon* fin dal 1829. L'orientamento si è poi diffuso nel resto degli Stati Uniti fino ad essere poi recepito dalla *American Bar Association*. Per un'analisi: M.A. EISEMBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano*, in *Giur. comm.*, 1992, p. 617. Sul tema si veda anche S. CASSANI, *Responsabilità degli amministratori ex art. 2392 c.c. e onere della prova*, in *Società*, 2012, p. 349 ss.

³³² Sul punto si R. SACCHI, *op. cit.*, p. 58, pone l'accento sull'importanza che in questo contesto assumono gli impegni di riservatezza e il loro grado di *enforcement*.

³³³ G. ACERBI, *op. cit.*, p. 295.

³³⁴ *Ivi*, p. 296.

Gli amministratori, quando procedono nel fornire le informazioni, devono conformare il loro comportamento al canone della prudenza³³⁵ e fare un attento bilanciamento dei costi e benefici della *disclosure*. Chiaramente la prudenza non può essere tradotta in regole specifiche e analitiche a priori, ma è possibile individuare alcune linee guida generali che accompagnino gli amministratori in questa fase³³⁶.

È quindi primario dovere dell'amministratore far precedere alla trasmissione delle informazioni la sottoscrizione con la controparte³³⁷ di un *confidentiality agreement* sorretto da un adeguato livello di *enforcement*, di cui si è già parlato, e la cui violazione esporrebbe la parte al risarcimento del danno³³⁸. È inoltre opportuno dosare l'informativa al grado di progressione delle trattative e limitare le persone che vi hanno accesso³³⁹. Fondamentale poi risulterà calibrare l'ampiezza delle informazioni fornite alle caratteristiche del *buyer*, specie quando questi sia un diretto concorrente, ovvero un soggetto con il quale si presume possa esservi un contenzioso, nonché valutando la possibilità che la trattativa vada a buon fine o meno³⁴⁰.

Gli amministratori devono quindi dosare le informazioni al progredire della trattativa. Non sarebbe dunque giustificato aprire le porte al primo acquirente che si presenti o venga presentato da un frettoloso socio di controllo che voglia liberarsi delle azioni. Da ultimo, dovranno essere adottate cautele volte ed evitare che siano lesi soggetti terzi, come potrebbero essere, ad esempio, i dipendenti della società e le loro informazioni personali³⁴¹.

³³⁵ *Ivi*, p. 328.

³³⁶ Ci si riferisce alle indicazioni di G. ACERBI, *op. cit.*, p. 329.

³³⁷ Si noti qui come l'accordo di riservatezza solitamente prevede che la parte sottoscrittrice (e quindi il *buyer*) si impegnerà poi a far rispettare l'accordo anche ai propri consulenti, advisor e legali.

³³⁸ V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, *cit.*, p. 807.

³³⁹ G. ACERBI, *op. cit.*, p. 329.

³⁴⁰ R. SACCHI, *op. cit.*, p. 58 s.; simili affermazioni si trovano anche in G. ACERBI, *op. cit.*, p. 328, per cui: «*la rivelazione da parte degli amministratori delle società-oggetto dei fatti aziendali riservati al terzo interessato all'acquisto del controllo deve essere rapportato alle circostanze specifiche, alla serietà dell'interesse del terzo, al grado di probabilità dell'acquisto*».

³⁴¹ In tema di tutela dei dati personali si veda L. BRAGOLI, *La due diligence legale e i suoi riflessi contrattuali*, in *Le acquisizioni societarie*, (opera diretta da) M. Irrera. Zanichelli, 2011, p. 83 ss.

Inoltre, alcuni Autori hanno rilevato³⁴² come il principio di prudenza debba essere valutato anche in relazione alla situazione della *target*. Se, ad esempio, si trattasse di una situazione di estrema difficoltà economica e l'intervento del *buyer* si sostanziasse in un salvataggio aziendale, con necessità di agire in celerità, il generale dovere di riservatezza si affievolirebbe rispetto ad una situazione di normale acquisizione, stante il fatto che la sopravvivenza della società dipenderebbe dal buon esito della acquisizione stessa, interesse da considerarsi prevalente rispetto a quello alla riservatezza.

In definitiva l'obbligo di gestire con diligenza l'impresa imporrà agli amministratori di non concedere le informazioni in quelle situazioni da cui si ritiene che, nonostante la stipulazione di un *confidentiality agreement*, ne possa derivare un pregiudizio alla società³⁴³.

1.8. (Segue) Patti di rinunzia all'azione di responsabilità

Oltre alla stipulazione di accordi di riservatezza al fine di evitare possibili profili di responsabilità gli amministratori che concedono la *due diligence* possono ricorrere allo strumento del patto di rinunzia all'azione di responsabilità, da sottoscrivere contestualmente al contratto di acquisizione. Si tratta di accordi, diffusi nelle operazioni di acquisizione, con il quali l'acquirente s'impegna, per il tempo in cui sarà divenuto socio, a non deliberare l'azione di responsabilità nei confronti dei precedenti amministratori della società³⁴⁴.

Tale previsione si accompagna solitamente anche ad un patto di manleva, altrettanto diffuso nella prassi³⁴⁵, con il quale l'acquirente si obbliga a tenere indenni gli

³⁴² Mi riferisco a G. ACERBI, *op. cit.*, p. 329.

³⁴³ U. TOMBARI, *op. cit.*, p. 74.

³⁴⁴ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, *cit.*, p. 219; A. PICCIAU, *Sulla validità dei patti parasociali di rinunzia all'azione di responsabilità e di manleva nella s.p.a.*, in *Riv. Soc.*, 2016, p. 282 ss., specificatamente p. 283.

³⁴⁵ Ne dà atto A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, p. 456 s., dove se ne mette anche in luce l'importanza sulla generale posizione degli amministratori.

amministratori dalle conseguenze patrimoniali derivanti da eventuali azioni di responsabilità della società, della minoranza, o dei creditori sociali³⁴⁶.

La domanda a cui occorre a questo punto dare risposta è quella relativa alla validità o meno di tali pattuizioni.

Nell'iniziare a rispondere alla domanda con riferimento ai patti di rinuncia, il discorso deve prendere principio da una problematica, quella della censura che di questi ne fa la giurisprudenza³⁴⁷ compresa quella della Suprema Corte³⁴⁸, costante nel dichiararne la nullità.

La questione di cui si va trattando rientra nel più ampio tema dei sindacati di voto³⁴⁹ di cui i patti di rinuncia costituiscono *species*. Questi non vengono ritenuti di per sé vietati dall'ordinamento³⁵⁰ ma possono diventarlo allorquando il vincolo assunto dai contraenti si pone in contrasto con le norme imperative o appaia comunque tale da configurare uno strumento di elusione di quelle norme o principi generali dell'ordinamento che ad esse sono sottesi³⁵¹.

³⁴⁶ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, cit., p. 220; A. TINA, *ult. op. cit.*, p. 457.

³⁴⁷ Esemplificativamente Trib. Milano, 16 giugno 2014, in *Giur.it*, 2015, p. 674 ss., con nota di B. PETRAZZINI, *Patti parasociali e impegni a non esercitare l'azione di responsabilità*, per cui: «*Il patto parasociale che impegni alcuni soci a votare in assemblea contro l'eventuale proposta di intraprendere l'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori della società è da ritenersi non meritevole di tutela ex art. 1322, 2o comma, c.c., in quanto volto ad eludere l'esclusiva competenza assembleare in merito all'esercizio, alla rinunzia e alla transazione di tale azione, sancita dall'art. 2393 c.c.*».

³⁴⁸ Si veda ad esempio Cass., 27 luglio 1994, n. 7030; Cass., 28 aprile 2010, n. 10215.

³⁴⁹ B. PETRAZZINI, *Patti parasociali e impegni a non esercitare l'azione di responsabilità*, in *Giur. It.*, 2015, p. 674 ss.

³⁵⁰ Cass., 23 novembre 2001, n. 14865; Cass., 22 ottobre 1996, n. 9191.

³⁵¹ Cass., 18 luglio 2007, n. 15963, in *Giur. it.*, 2007, p. 2754 con nota di G. COTTINO, *Patti parasociali: la Cassazione puntualizza*, dove in motivazione: «*la circostanza che i patti parasociali, in particolare i sindacati di voto [...], non siano di per sé vietati e siano destinati ad operare su di un piano obbligatorio, vincolante per le parti dell'accordo ma pur sempre diverso e separato da quello sul quale operano gli organi della società e si esplicano le relative deliberazioni, non esclude però che quei medesimi patti possano risultare illegittimi qualora, in una specifica fattispecie, il vincolo assunto dai contraenti si ponga in contrasto con norme imperative o appaia comunque tale da configurare uno strumento di elusione di quelle norme o dei principi generali dell'ordinamento che ad esse sono sottesi*»; Cass., 28 aprile 2010, n. 10215, in *Banca borsa*, 2012, p. 131, con nota di N. CIOCCA, *Patti parasociali, rinunzia all'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori uscenti*; Cass., 5 marzo 2008, n. 5963, in *Foro it.*, 2009, p. 2195, con nota di M. SILVETTI, ove in motivazione: «*il vincolo, che ne deriva, opera su di un terreno esterno a quello dell'organizzazione sociale (dal che, appunto, il loro carattere "parasociale" e, conseguentemente, l'esclusione della relativa invalidità ipso facto)*».

Secondo un primo orientamento³⁵², che muove dall'assunto per cui l'interesse sociale rappresenta elemento discriminante tra validità e invalidità dei patti parasociali, l'impegno a non votare l'azione di responsabilità pur quando ne sussistono i presupposti sarebbe invalido. Per un altro orientamento, che pone sempre al centro l'interesse sociale, invece, l'illiceità dell'oggetto del patto si riscontrerebbe quando questo fosse assunto dal socio nei confronti degli amministratori, mentre non vi sarebbe violazione delle norme imperative qualora esso non obbligasse il socio nei confronti dell'amministratore interessato³⁵³.

La giurisprudenza appare costante nell'addivenire alla medesima conclusione, come confermato dalla Cassazione³⁵⁴ in una pronuncia poi fatta propria anche da altri tribunali³⁵⁵.

Infatti, la validità di principio dei patti parasociali non esclude la necessità di valutare se, nel caso concreto, il patto sia in contrasto con norme imperative o si presti quale strumento per eludere le stesse o i principi generali dell'ordinamento. Il patto in questione, e quindi *«il patto con il quale i soci s'impegnino nei confronti di un terzo, socio uscente ed ex amministratore unico della società, a non deliberare l'azione sociale di responsabilità nei confronti dello stesso sarebbe affetto da nullità, in quanto il contenuto della pattuizione realizza un conflitto d'interessi tra la società ed i soci fattisi portatori dell'interesse del terzo ed integra una condotta contraria alle finalità imposte dal modello legale di società, non potendo i soci, non solo esercitare, ma neanche vincolarsi negozialmente ad esercitare il diritto di voto in contrasto con l'interesse della società, a nulla rilevando che il patto in questione riguardi tutti i soci della società (cfr., altresì, Cassazione civile sez. I 27 luglio 1994 n. 7030). Se, quindi, il socio non può esercitare il diritto di voto in conflitto con l'interesse sociale, a maggior ragione esso non può disporne, vincolandosi negozialmente ad esercitarlo, non solo per il perseguimento dell'interesse di un terzo estraneo alla società, ma soprattutto*

³⁵² Si tratta dell'opinione di G. OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritti delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, p. 517.

³⁵³ G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*. Milano, 1958, p. 254 s.

³⁵⁴ Cass., 28 aprile 2010, n. 10215 in *Banca borsa*, 2012, p. 131 ss. con nota di N. CIOCCA, *Patti parasociali, rinuncia all'azione di sociale di responsabilità contro gli amministratori uscenti*.

³⁵⁵ Si veda l'ordinanza del Trib. Milano, 20 dicembre 2013, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

per il contrasto con l'interesse della società (cfr., Cass. 23 aprile 1969, n. 1290; Cass. 20 ottobre 1969 n. 3423; Cass. 22 dicembre 1969 n. 4023)»³⁵⁶.

Simile interpretazione non è però ritenuta convincente da parte della dottrina più accorta che ha messo in luce le inesattezze di simile ragionamento.

Anzitutto, si nota, poiché non vi è nessuna norma che in maniera espressa sancisca la nullità del patto di rinuncia, occorre verificare se una norma imperativa possa essere ravvisata nell'art. 2373 cod. civ. Tale disposizione, si è rilevato³⁵⁷, «*non priva i soci del potere di determinare la regola del loro rapporto sociale*», lasciandoli liberi di individuare «*il loro concreto interesse sociale*» sicché non si può ritenere che la norma in parola costituisca norma imperativa³⁵⁸, e questo anche in relazione al fatto che l'art. 2373 cod. civ. non attribuisce al socio di minoranza il potere di reagire sempre e comunque per ottenere l'invalidità³⁵⁹.

Secondo profilo problematico è quello legato alle norme in tema di responsabilità degli amministratori, in relazione alle quali occorre individuare se, anche per esse, si possa parlare di imperatività o meno. In relazione a ciò occorre tener presente la peculiarità che connota gli accordi in parola, ovvero l'essere successivi alla condotta dell'organo amministrativo³⁶⁰. Proprio tale posteriorità induce ad escludere che il patto integri violazione dell'art. 2392 cod. civ.³⁶¹. L'esercizio dell'azione sociale è infatti funzione dell'interesse patrimoniale della collettività dei soci e quindi da questi liberamente disponibile³⁶²: così come i soci hanno il diritto di non votare l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità così, in ambito parasociale, hanno la possibilità di vincolarsi nell'astenersi all'esercizio dell'azione³⁶³. Inoltre, ciò sarebbe conforme anche ai principi della responsabilità contrattuale, per cui il creditore è libero nel rinunciare

³⁵⁶ Il virgolettato è tratto da Trib. Roma, 28 settembre 2015, n. 19193, che ricostruisce gli orientamenti in passato espressi dalla cassazione. Sul punto si veda anche la ricostruzione che ti tali orientamenti dà A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, p. 460 ss.

³⁵⁷ A. PICCIAU, *op. cit.*, p. 295.

³⁵⁸ *Ibidem*.

³⁵⁹ *Id.*, p. 297.

³⁶⁰ A. PICCIAU, *op. cit.*, p. 302.

³⁶¹ *Ivi*, p. 302.

³⁶² *Ivi*, p. 303.

³⁶³ *Ivi*, p. 304.

di perseguire il debitore inadempiente³⁶⁴ e non contrasterebbe neppure con la funzione dissuasiva dell'azione di responsabilità³⁶⁵. Di conseguenza non può essere accolta, secondo questo orientamento, l'affermazione della Suprema Corte secondo cui la non votazione dell'azione di responsabilità integrerebbe oggetto illecito³⁶⁶.

A conclusione di quanto detto non è dunque da ritenere persuasiva la posizione della giurisprudenza della Cassazione prima citata.

Si noti inoltre una recente pronuncia del Tribunale di Roma³⁶⁷, la quale sembra discostarsi dall'orientamento giurisprudenziale previgente, rappresentando una «significativa apertura all'autonomia privata»³⁶⁸. Nel dare risposta alla domanda circa la nullità o meno delle clausole in parola infatti, la Corte, pur richiamando i due noti precedenti della Suprema Corte³⁶⁹, sui quali già si è detto, dichiara in maniera espressa di non dividerli. Secondo il Tribunale, infatti, in riferimento alle attività pregresse poste in essere dall'amministratore³⁷⁰, «l'impegno a non votare l'azione di responsabilità, assunto dai soci al termine dell'incarico dell'amministrazione»³⁷¹, non appare in contrasto con nessuna delle norme imperative ricavabili dagli artt. 2393 e 2393-bis c.c.». Non vi sarebbe contrasto con l'ultimo comma dell'art. 2393 c.c.³⁷², il quale, conformemente all'art. 2476, quinto

³⁶⁴ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, cit., p. 223 s.

³⁶⁵ A. FRANCHI, *La responsabilità degli amministratori di S.p.A. e gli strumenti di esonero da responsabilità*, Giuffrè, Milano, 2014, p. 116, nota. 31, secondo il quale «nessuna questione di legittimità si pone con riguardo alla previsione di un patto relativo alla disposizione della responsabilità degli amministratori successivamente al compimento di operazioni (potenzialmente) foriere di responsabilità (...) in tale ipotesi, infatti, giacché i patti relativi alla disposizione della responsabilità si riferiscono a comportamenti già posti in essere non può ravvisarsi alcun contrasto con la funzione dissuasiva rappresentata dalla disciplina sull'azione sociale di responsabilità».

³⁶⁶ A. PICCIAU, *op. cit.*, p. 303, nota 65.

³⁶⁷ Trib. Roma, 28 settembre 2015, n. 19193. La sentenza è commentata da A. TINA, *Clausole di garanzia, patti parasociali ed esonero da responsabilità degli amministratori nel trasferimento di partecipazioni societarie*, in *Giur. comm.*, 2017, p. 896 ss.

³⁶⁸ A. TINA, *ult. op. cit.*, p. 913. L'A., p. 916, parla a tal proposito di «importante passo avanti» sottolineando anche come ciò consente di ridurre la distanza da altri ordinamenti dove la possibilità di limitare o escludere la responsabilità degli amministratori è legislativamente prevista.

³⁶⁹ Cass., 27 luglio 1994, n. 7030; Cass., 28 aprile 2010, n. 10215.

³⁷⁰ Come nota A. TINA, *ult. op. cit.*, p. 911, il ragionamento del tribunale sembra comunque escludere in ogni caso la sussistenza di un conflitto d'interessi.

³⁷¹ Secondo il Tribunale infatti «alla conclusione del mandato gestorio» e quindi non nei confronti degli amministratori entranti ma solo a favore di quelli uscenti.

³⁷² E quindi scontrandosi con Cass., 27 luglio 1994, n. 7030.

comma, c.c., «attribuisce alla società la facoltà di disporre definitivamente del proprio diritto di credito al risarcimento dei danni subiti in seguito ad una negligente gestione imputabile agli amministratori e [pertanto] conferma la possibilità per la società – e, quindi, per i soci - di disporre, direttamente o indirettamente, dello stesso diritto di credito», nei limiti della colpa lieve³⁷³. Ne vi sarebbe contrasto, secondo il Tribunale, con l'art. 2392 c.c.³⁷⁴, risultando del tutto impregiudicata la funzione “deterrente”.

Lasciando il tema dei patti di rinuncia e concentrandosi sulla seconda tipologia summenzionata, quelli di manleva, come si accennava, essi hanno la funzione di tenere indenni gli amministratori di ogni conseguenza patrimoniale derivante dall'esercizio di azioni di responsabilità nei loro confronti³⁷⁵. L'obbiettivo è dunque quello di proteggere gli amministratori dalle conseguenze patrimoniali che potrebbero derivare dall'esercizio di eventuali azioni di responsabilità realizzando un trasferimento del rischio³⁷⁶: l'effetto del patto di manleva è infatti quello di traslare sul soggetto manlevante il rischio delle conseguenze negative derivanti dall'accertamento di una responsabilità in capo al soggetto garantito³⁷⁷.

Quanto a questa tipologia di accordo per vero non vi sono particolari dubbi: si tratta infatti di contratti atipici cui validità dovrà essere valutata alla luce della meritevolezza dell'interesse *ex art. 1322 cod. civ.* qui riscontrabile nella traslazione del rischio.

³⁷³ A. TINA, *ult. op. cit.*, p. 914. L'A., citando la sentenza, mette tuttavia in rilievo come non siano condivisibili le conclusioni del tribunale secondo cui prevede che «il patto “con il quale, al momento dell'assunzione dell'incarico di amministratore (...), i soci promettono preventivamente e definitivamente di rinunciare a far valere la responsabilità dell'amministratore per qualsiasi illecito che in futuro egli dovesse commettere”, costituirebbe, in ogni caso, un “patto che esclude o limita preventivamente la responsabilità del debitore per dolo o colpa grave” e, come tale, nullo ai sensi dell'art. 1229 c.o».

³⁷⁴ E quindi in contrasto con Cass., 28 aprile 2010, n. 10215.

³⁷⁵ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di “controllo” e garanzie contrattuali*, cit., p. 220.

³⁷⁶ Il patto di manleva opera invero «mantenendo ferma la responsabilità degli amministratori» producendo i suoi effetti esclusivamente tra debitore e il terzo (A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, p. 467 e p. 468). In tale direzione si pone anche la Cassazione secondo cui il patto in parola «non produce alcuna irresponsabilità, ma solo ne riserva le conseguenze patrimoniali sì di un altro soggetto, senza violare il diritto del danneggiato» (Cass., 8 marzo 1980, n. 1543, in *Foro it.*, 1981, I, c, p. 2539).

³⁷⁷ A. PICCIAU, *op. cit.*, p. 316; A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, p. 463.

Nell'ambito dei contratti di acquisizione il patto di manleva va letto come volto a mantenere integro l'equilibrio che le parti hanno raggiunto con l'articolato sistema delle garanzie³⁷⁸: «[quello che si vuole] evitare [è] che l'acquirente possa ottenere in sostanza un duplice vantaggio, azionando da un lato le warranties, e dall'altro agendo in responsabilità nei confronti degli amministratori per reintegrare il patrimonio sociale»³⁷⁹.

2. La responsabilità degli amministratori della società buyer

2.1. La due diligence come “diligenza dovuta”

Fino a questo punto la trattazione che si sta conducendo si è concentrata sulla *due diligence* nella prospettiva delle parti e sugli amministratori della società *target*. È ora necessario guardare alla *due diligence* un altro punto di vista, quello degli amministratori della società *buyer*. È infatti proprio in questo senso che la “diligenza dovuta” mostra la sua vera portata, al di là del mero controllo sulle caratteristiche dell'oggetto del futuro contratto³⁸⁰. La traduzione del termine risulta infatti piuttosto priva di chiarezza se non nell'ambito che ci si accinge ora ad analizzare, e quindi della diligenza dovuta dagli amministratori. L'essenza dell'indagine di *due diligence* emerge infatti soprattutto nella prospettiva della decisione gestoria assunta dagli amministratori della società *buyer* nel momento in cui decidono di procedere nell'acquisizione. È ben evidente, infatti, che tale decisione, come e a maggior ragione, le altre decisioni gestorie, possa far emergere profili di responsabilità degli amministratori che la attuino. Occorre quindi analizzare

³⁷⁸ M. SPERANZIN, *ult. op. cit.*, p. 220; A. PICCIAU, *op. cit.*, p. 316.

³⁷⁹ *Ibidem*. Sul punto si veda anche A. TINA, *ult. op. cit.*, p. 459 s. per cui «le clausole di manleva sembrano dirette a mantenere inalterati gli equilibri patrimoniali che derivano dalla corretta esecuzione del contratto e a coordinarsi con le stesse clausole di garanzia: preoccupandosi di evitare una duplicazione dei vantaggi patrimoniali per l'acquirente, segnalano la volontà delle parti di regolare autonomamente e in maniera completa i propri rapporti patrimoniali, escludendo contemporaneamente il ricorso ad ogni rimedio esterno ed estraneo al contratto».

³⁸⁰ F. L. GAMBARO, *Brevi considerazioni in tema di così detta due diligence*, in *Rivista diritto privato*, 2006, p. 897 ss., specificatamente p. 900. A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, *cit.*, p. 145 per cui «il significato autentico della “due diligence” sembra emergere collocandosi dalla prospettiva degli amministratori della società acquirente».

come e quando una simile responsabilità possa sorgere, e se questa si manifesti semplicemente allorquando l'acquisizione dia esiti negativi oppure se i connotati di simile responsabilità siano più complessi.

Partendo da questi presupposti è possibile giungere ad una nuova definizione di *due diligence* rispetto a quella vista in precedenza. Nel far ciò è utile muovere dalla enunciazione che ne viene data lì dove, come ormai chiarito, la *due diligence* è nata e si è sviluppata.

Il dizionario legale più diffuso negli Stati Uniti definisce la *due diligence* come «*Such a measure of prudence, activity, or assiduity, as is properly to be expected from, and ordinarily exercised by, a reasonable and prudent man under the particular circumstances; not measured by any absolute standard, but depending on the relative facts of the special case*»³⁸¹. In questo senso il termine *due diligence* diventa dunque sinonimo di “*care*” (traducibile con l'italiano “cura” e “diligenza”), uno dei due doveri dei *directors* (amministratori) delle *corporations* (società) statunitensi³⁸².

La finalità della *due diligence* non sarebbe quindi limitata ad individuare le problematiche e i rischi nell'acquisizione ma sarebbe soprattutto finalizzata a consentire agli amministratori di assumere la decisione (nel caso qui d'interesse quella sull'acquisizione) previa adeguata indagine informativa³⁸³.

Facendo un passo indietro ed entrando più nello specifico, sugli amministratori delle società americane ricadono anzitutto due doveri, i c.d. *fiduciary duties*. Il primo è quello di *loyalty* ossia quello di perseguire l'interesse della società: l'azione degli amministratori deve quindi essere scevra da interessi personali³⁸⁴. Il secondo è quello di *care*, il dovere di gestire la società con quel livello di «*care, effort, skill, judgment and diligence that a reasonably prudent person would exercise in similar circumstances*»³⁸⁵.

³⁸¹ H.C. BLACK, *Black's Law Dictionary, Revised Fourth Edition*, West Publishing co., p. 544.

³⁸² F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 900.

³⁸³ F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 900.

³⁸⁴ *Guth v. Loft*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939): «*Corporate officers and directors are not permitted to use their position of trust and confidence to further their private interests*».

³⁸⁵ Sezione 8.30 *Model Business Corporation Act* lett. A. 2, elaborato dall'American Bar Association ed adottato da più di 30 stati.

Il fine di non scoraggiare gli amministratori nell'addivenire alle loro determinazioni e, bilanciare gli interessi dei soci a perseguire eventuali fatti di *mala gestito*, ha portato, allo scopo di mitigare una stretta applicazione delle norme relative ai *fiduciary duties*, all'elaborazione della *business judgment rule*³⁸⁶.

Come si accennava già in precedenza, tale parametro valutativo è stato originariamente elaborato dalla dottrina statunitense, diventando poi “cornerstone” della *corporate law* del Delaware³⁸⁷, il piccolo stato della Costa Est dove sono registrate oltre il 60 % delle maggiori *Corporations* americane³⁸⁸ e sul quale pertanto ci si concentrerà.

2.2. La *business judgment rule* negli USA

La *business judgment rule* viene fatta risalire al noto caso, del 1830, *Harvard College and Massachusetts General Hospital v. Francis Amory*. La Massachusetts Supreme Judicial Court, con la decisione nota per aver introdotto la “*prudent investor rule*”, affermò come «*trustee cannot be held accountable for bad outcomes except for gross neglect and willful mismanagements*»³⁸⁹. Con il tempo e le diverse pronunce, il concetto si è poi evoluto ed arricchito e oggi una sua completa definizione può essere ritrovata in un'altrettanto nota sentenza in tema di *duty of care*. Il precedente a cui si fa riferimento, sviluppatosi presso la Court of Chancery Delaware, è la decisione in re *The Walt Disney Company Derivative Litigation*³⁹⁰. La vicenda trae origine nel 1995, quando dalla società venne assunto Ovitiz come *president*, cui contratto prevedeva che, in caso di licenziamento senza giusta causa, questi avrebbe avuto diritto ad un'ingente somma di denaro (ben 140 milioni di dollari). Dopo circa un anno i rapporti tra il management e il presidente deteriorarono e venne così deciso il licenziamento di quest'ultimo (con pagamento

³⁸⁶ F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 901.

³⁸⁷ L. JOHNSON, *Unsettledness Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*. Del. J. Corp. L., 38, (2013), p. 405 ss., specificatamente p. 410.

³⁸⁸ F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 903.

³⁸⁹ F. LESSAMBO, *US Mergers and Acquisitions*. Springer International Publishing, 2021, p. 55.

³⁹⁰ *The Walt Disney Company Derivative Litigation* No. CIV. 15452 (Del. Ch. Aug. 9, 2005). Il caso è commentato da F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 905. Per una completa istruzione della vicenda in tutti i suoi aspetti si veda *casetext.com*; per il testo della sentenza si veda invece *lexisnexis.com*.

della menzionata somma). Alcuni soci promossero dunque una *derivative action*³⁹¹ contro gli amministratori della società, sostenendo come nell'assunzione di Ovitz come *president* fosse stata realizzata in violazione del canone di *good faith* e con *gross negligence*. Nella pronuncia della Corte, intervenuta dopo un procedimento che destò non poco scalpore quanto a lunghezza e ad ingenti costi³⁹², viene data, citando un altro notissimo precedente³⁹³, una definizione di *business judgment rule* come «[...] a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in honest belief that the action taken was in the best interest of the company», sostanzialmente una presunzione di buona fede nell'operato dei *directors*.

In questa prospettiva la *business judgment rule* diventa dunque uno standard di *review* sulle scelte operate dai *directors*³⁹⁴. Tale valutazione non si traduce però nel rivalutare con il senno di poi la decisione degli amministratori, quello che viene chiamato *second guessing*, ma piuttosto nell'esaminare se questi abbiano agito con la dovuta diligenza e quindi nel rispetto dei propri *fiduciary duties*, ai quali devono adempiere con «*care, skill, and prudence of like persons in like position*»³⁹⁵.

Ciò che rileva è dunque il processo di *decision-making* e, in particolare, se prima di compiere l'operazione gli amministratori si siano pienamente informati e abbiano agito con contezza³⁹⁶: «*a director's duty to exercise an informed business judgment is in the nature*

³⁹¹ Una sorta di azione *ex art.* 2392 definita come «*a type of lawsuit in which the corporation asserts a wrong against the corporation and seeks damages*» (*lawschool.cornell.edu*).

³⁹² F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 906.

³⁹³ *Aronson v. Lewis*, Del. Supr., 473 A.2d 805, 812 (1984) secondo cui «*The business judgment rule is a presumption that in making decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company... Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption*».

³⁹⁴ L. JOHNSON, *op. cit.*, p. 424, per cui «*the rule is a standard of review only and not a standard of conduct*».

³⁹⁵ U.S. *Cohen v. Beneficial Industrial Loan Corp.*, 337 U.S 541 (1949) dove: «*That is while they are not trustees in the technical sense their relationship to the corporation and its stockholders involves responsibility and accountability like that of trustees*».

³⁹⁶ I. H. WARREN, R. A. BRADLEY, *Delaware's Business Judgment Rule and Varying Standards of Judicial Review for Assessing Director Conduct in M&A Transactions*. *Ram LLP web site*, 2007), p. 3; vedasi anche p. 5.

of a duty of care»³⁹⁷. La *duty of care* in capo agli amministratori prescrive invero che questi si siano informati prima di compiere un'operazione³⁹⁸. Infatti, «[t]he determination of whether a business judgment is an informed one turns on whether the directors have informed themselves 'prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them»³⁹⁹. Quello che la *business judgment rule* richiede è quindi che la decisione a cui gli amministratori sono giunti sia una *conscious decision*⁴⁰⁰.

Configurandosi la *business judgment rule* di una presunzione, questa potrà essere superata laddove si dimostri che gli amministratori abbiano violato il loro dovere di *duty of care* e di *loyalty*⁴⁰¹, comprese quelle situazioni in cui fosse ravvisabile un loro interesse nell'operazione oppure fosse messa in dubbio la loro indipendenza⁴⁰². Così qualora essi fossero pervenuti, per esempio, ad una determinazione del tutto irrazionale, le corti nordamericane non potranno che ravvisare un'operazione in *bad faith* e quindi lesiva della *duty of care*⁴⁰³.

Al fine di comprendere il rapporto tra *fiduciary duties* e *business judgment rule* nel contesto specifico della presente trattazione si ritiene a questo punto utile ritornare sul noto precedente *Smith v. Van Gorkom*⁴⁰⁴.

La questione è emersa quando il presidente del consiglio di amministrazione di Trans Union (Jerome Van Gorkom) elaborò in via del tutto unilaterale un piano per la vendita della società (si trattava di un'operazione di *cash out merger* nella forma della fusione per incorporazione) e, altrettanto unilateralmente, trovò un acquirente. Successivamente, convocò una riunione del consiglio alla quale venne condivisa per la prima volta la

³⁹⁷ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 872-73 (Del. 1985).

³⁹⁸ F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 904. Sul punto anche «Application of the [business judgment] rule of necessity depends upon a showing that informed directors did in fact make a business judgment authorizing the transaction under review». *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 872 n.12 (Del. 1985) citando *Kaplan v. Centex Corporation*, Del. Ch., 284 A.2d 119, 124 (1971).

³⁹⁹ *Smith v. Van Gorkom*, 44 A.2d 858, 889 (Del 1985). Sul punto si veda anche *Anderson v. Lewis*, 473 A. 2d 805, 812 (Del 1984).

⁴⁰⁰ F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 902.

⁴⁰¹ *Disney*, 906 A.2d, 52.

⁴⁰² I. H. WARREN, R. A. BRADLEY, *op. cit.*, p. 6.

⁴⁰³ F. LESSAMBO, *op. cit.*, p. 55.

⁴⁰⁴ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985)

scelta. Nonostante la riunione fosse durata meno di due ore e non avesse coinvolto i consulenti finanziari della società, il consiglio di amministrazione di Trans Union approvò una risoluzione che dava il via libera all'operazione.

A seguito della decisione nacque una *class action* contro il consiglio di amministrazione della società in cui si lamentava una violazione dell'obbligo di diligenza nell'assumere predetta decisione.

La Corte Suprema del Delaware, adita a seguito che la Court of Chancery aveva ritenuto l'operazione coperta da *business judgment rule*, stabilì che gli amministratori avevano violato i loro obblighi di diligenza nel processo decisionale. In particolare, la Corte ravvisò come ogni *director* deve agire «*in an informed and deliberate manner in determining whether to approve an agreement of mergers*»⁴⁰⁵ e ritenne gli amministratori responsabili per violazione di quel dovere fiduciario che li lega agli azionisti.

È importante notare come la responsabilità degli amministratori non sia derivata dalla sostanza della loro decisione, ma per il modo in cui questa è stata presa: come ha sottolineato la Corte, la decisione di *cash out merger* era stata presa in modo affrettato e senza una previa adeguata informativa. Anche se alla determinazione si era giunti in buona fede, e senza alcun interesse personale diretto, la stessa non avrebbe potuto beneficiare della protezione fornita dalla regola della *business judgment rule* proprio perché era lo stesso processo decisionale a presentare importanti criticità: gli amministratori vennero ritenuti dunque responsabili non, per quanto, da loro deciso ma per come questi erano giunti a tale decisione⁴⁰⁶.

2.3. La *business judgment rule* in Italia

⁴⁰⁵ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 873 (Del. 1985)

⁴⁰⁶ L. A. STOUT, *In Praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorkom and the Business Judgment Rule*, 96 NW. U. L. REV. 675, 676 (2002).

Il principio della *business judgment rule* con il tempo è stato recepito dagli ordinamenti di quasi tutto il mondo⁴⁰⁷, compreso quello italiano sul quale ora occorre soffermarsi.

Il nucleo centrale⁴⁰⁸ della responsabilità degli amministratori di S.p.A. è dato dall'art. 2392 cod. civ. che, nel disciplinarne quella verso la società, la riconnette alla violazione dei doveri imposti dalla legge e dallo statuto.

La dottrina più autorevole seguita anche dalla giurisprudenza⁴⁰⁹ tende a dividere i doveri a cui sono tenuti gli amministratori in due categorie, quella degli obblighi generici e quella degli obblighi specifici⁴¹⁰. Per quanto concerne gli obblighi specifici, per questi la casistica è assai varia e spazia tra diversi ambiti quali quello di garantire l'integrità del capitale, quelli attinenti al regolare funzionamento degli organi sociali, e quello di fedeltà, che nell'ambito della presente trattazione asserisce specialmente al divieto di divulgare notizie sociali riservate⁴¹¹. Tali doveri specifici non costituiscono però gli unici obblighi in capo agli amministratori, sui quali ricade anche il generale dovere di amministrare la società con diligenza, con conseguente addebito per *mala gestio*⁴¹².

Senza soffermarsi su quelli specifici, occorre invece analizzare gli obblighi di carattere generale ed in particolare sul dovere di diligenza (la *duty of care*

⁴⁰⁷ L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 413 ss., specificatamente p. 429.

⁴⁰⁸ S. LOPREIATO, G. D. MOSCO, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 117 ss., specificatamente p. 126.

⁴⁰⁹ Si veda ad esempio Cass., 23 marzo 2004, n. 5718, dove si afferma come «*In tema di responsabilità degli amministratori di società, occorre distinguere tra obblighi gravanti sugli amministratori che hanno un contenuto specifico e già determinato dalla legge o dall'atto costitutivo [...] e obblighi definiti attraverso il ricorso a clausole generali, quali l'obbligo di amministrare con diligenza e quello di amministrare senza conflitto di interessi*».

⁴¹⁰ Cfr. A. DE NICOLA, Sub art. 2392 c.c., in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2005, p. 550. Si noti come questa classificazione non sia l'unica, altri Autori infatti hanno distinto le obbligazioni in capo agli amministratori a seconda che queste attengano al funzionamento dell'organizzazione societaria e quelle attinenti alla gestione della relativa impresa (né da atto C. MARCHETTI, (a cura di), *La responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, seconda edizione, Giappichelli Editore, in particolare p. 2-).

⁴¹¹ A. SILVESTRINI, *La responsabilità degli amministratori nella s.p.a. e nella s.r.l. dopo la riforma societaria*, in *Società*, 2004, II, p. 681 ss., specificatamente p. 682.

⁴¹² A. SILVESTRINI, *op. cit.*, p. 683.

dell'ordinamento statunitense). Tale parametro ha subito nel tempo una modificazione: con la riforma del 2003 viene infatti dismesso il criterio della diligenza del mandatario, ossia diligenza del buon padre di famiglia (e quindi la diligenza che un qualsiasi debitore deve tenere nell'adempimento delle sue obbligazioni⁴¹³), con la previsione che impone agli amministratori di adempiere ai doveri loro attribuiti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze e, quindi, non secondo il generico canone del buon padre di famiglia, ma secondo quello, più severo, dell'art. 1176, co. 2, cod. civ.⁴¹⁴.

È quindi in relazione alla natura dell'incarico che verrà stabilito il livello di diligenza richiesto all'amministratore, che varierà in relazione alle caratteristiche specifiche della società e alla posizione concretamente assunta da questi⁴¹⁵, in una valutazione dunque "personalizzata"⁴¹⁶. Specificatamente, con "natura dell'incarico" il legislatore richiede al giudice di valutare sia la posizione che l'amministratore ricopre nel consiglio, quindi un giudizio sulla base alle funzioni da questo esercitate sia le caratteristiche della società; il parametro delle "specifiche competenze" consente poi di graduare la responsabilità in base alle competenze tecniche del singolo

⁴¹³ F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 907; A. STIRPE, *Rassegna di giurisprudenza su "La diligenza come criterio di responsabilità dell'amministratore"*, in *archivioceradi.luiss.it*, p. 2.

⁴¹⁴ P. PISCITELLO, *op. cit.*, p. 1170. Sostanzialmente, quindi, la riforma ha tradotto in norma positiva le conclusioni a cui erano giunte dottrina e giurisprudenza nella vigenza del precetto precedente (F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 914 nota 34). Già ante riforma infatti, si affermava come il parametro valutativo andasse comunque calibrato alle capacità e alle qualità personali dell'obbligato: il canone della diligenza avrebbe dovuto essere dunque ricostruito da un lato in relazione alla «*diligenza che avrebbe usato un amministratore normalmente diligente che si fosse trovato in quella circostanza*» (F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. IV, Torino, 1994, p. 352) e dall'altro a «*seconda delle situazioni, a seconda anche dell'oggetto sociale e forse anche a seconda delle caratteristiche peculiari che ogni impresa presenta*» (G. FRÈ, *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di Galgano, libro quinto, Del lavoro, Bologna – Roma, 1997, p. 838). In definitiva, quindi, tale dovere può essere inteso come il dovere di «*adottare tutte le misure necessarie alla cura degli interessi sociali a lui affidati*» (Cass., 17 gennaio 2007, n. 1045).

⁴¹⁵ C. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 11.

⁴¹⁶ A. SILVESTRINI, *op. cit.*, p. 681.

amministratore⁴¹⁷ e alle sue qualità personali, che hanno indotto a nominarlo⁴¹⁸ con una valutazione che dunque si apre ad elementi soggettivi⁴¹⁹.

Dall'obbligo di diligenza si esclude però l'obbligo di perizia: come emerge nella Relazione al testo di legge, agli amministratori è richiesto di gestire diligentemente ma non di essere periti. Non è quindi necessario che essi siano esperti nelle varie attività dell'impresa⁴²⁰ ma che, laddove le proprie cognizioni tecniche non siano sufficienti, si avvalgano di collaboratori e consulenti al fine di giungere a delle determinazioni frutto di un rischio calcolato⁴²¹. È chiara quindi la stretta similitudine che intercorre con la *conscious decision* della giurisprudenza americana⁴²². Escludere l'obbligo di perizia giustifica l'applicazione della *business judgment rule* e quindi l'insindacabilità nel merito delle scelte gestionali, discendente quest'ultima dal fatto che ci si trovi davanti ad un'obbligazione di mezzi e non di risultato⁴²³.

Lo stretto legame tra i principi nordamericani e il nostro ordinamento lo si può vedere anche nella giurisprudenza della Cassazione⁴²⁴, secondo la quale gli amministratori in via di presunzione non possono essere chiamati a rispondere per il

⁴¹⁷ A. SILVESTRINI, *op. cit.*, p. 681.

⁴¹⁹ S. CASSANI, *Responsabilità degli amministratori ex art. 2392 c.c. e onere della prova*, in *Società*, 2012, p. 493 ss., specificatamente p. 497, dove, a nota 5, l'A. precisa come «non si intende ovviamente fare riferimento ad atteggiamenti psicologici ma a elementi quali la capacità di operare e gestire con competenza e preparazione, che attengono alla sfera individuale».

⁴²⁰ C. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 11. Sul punto anche A. DE GREGORIO, *Responsabilità degli amministratori*, in *Il codice di commercio commentato*, vol. IV, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, p. 337, per cui «il membro di un consiglio di amministrazione di una società anonima, per questa sua sola qualità, può non conoscere la tecnica mercantile delle operazioni che costituiscono l'oggetto sociale, poiché ci saranno altri (direttori, amministratore delegato, institori, ecc.) cui spetta questa particolare conoscenza». D'altro canto, sarebbe impensabile richiedere un livello di perizia generalizzata proprio perché sarebbe impossibile averla: «neanche all'amministratore più diligente [si può richiedere] che egli sia contemporaneamente un perito in contabilità, in materia finanziaria, nella redazione dei bilanci, nel settore o nei settori di attività dell'impresa» (F. BONELLI, *Gli amministratori delle s.p.a. dopo la riforma delle società*, cit., p. 62).

⁴²¹ A. SILVESTRINI, *op. cit.*, p. 682; A. STIRPE, *op. cit.*, p. 4.

⁴²² F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 915.

⁴²³ *Ivi*, p. 916.

⁴²⁴ Ci si riferisce a Cass. 24 agosto 2004, n. 16707, in *Giur. comm.*, 2005, p. 246, commentata anche da F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 910 da cui si traggono le seguenti considerazioni. Si noti come la sentenza sia attuale anche a seguito delle modifiche della Riforma affermando questa come gli amministratori non siano dei mandatari.

cattivo esito della decisione, ma solo allorché l'operazione sia stata conclusa senza le opportune cautele: la responsabilità degli amministratori presuppone, secondo la Corte, «la violazione dei doveri giuridici posti a loro carico dalla legge e dall'atto costitutivo», che continua poi nell'affermare come a loro carico sia posto tanto il dovere di *duty of care* quanto quello di *loyalty*, in quello che (mi) sembra essere un parallelismo con il citato caso *Smith v. Van Gorkom*⁴²⁵.

Continuando nel confronto con quanto avviene oltreoceano, anche la *business judgment rule* è stata recepita nel nostro ordinamento come limite per il giudice, il quale, proprio come avviene negli Stati Uniti, non potrà compiere una valutazione di merito circa le scelte di gestione degli amministratori. All'organo giudicante non sarà dunque consentito sindacare l'opportunità o la convenienza di una decisione di gestione, ma solo la modalità con cui l'amministratore ha esercitato il proprio potere discrezionale⁴²⁶ e quindi il modo in cui gli amministratori sono giunti ad una determinata scelta⁴²⁷.

Il divario tra inopportunità e violazione dell'obbligo di amministrare con diligenza va individuato dunque «nell'omissione, da parte degli amministratori, di quelle cautele, quelle verifiche e quelle informazioni preventive necessarie in relazione al caso concreto»⁴²⁸ e

⁴²⁵ *Smith v. Van Gorkom* 488 A.2d 858 (1985).

⁴²⁶ C. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 12. Sul punto si veda anche P. PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e business judgement rule*, in *Riv. Soc.*, 2012, p. 1167 ss.

⁴²⁷ A. SILVESTRINI, *op. cit.*, p. 683. Sul punto si veda anche Cass., 12 novembre 1965, n. 2359, per cui «deliberata e promossa l'azione di responsabilità contro gli amministratori, a norma dell'art. 2393 cod. civ., il giudice non può fondare il suo giudizio su di un diverso apprezzamento discrezionale della opportunità dei singoli atti dai medesimi compiuti [...]. In effetti il giudice non può sindacare il merito degli atti e dei fatti compiuti dagli amministratori, o meglio non può giudicare sulla base di criteri discrezionali di opportunità o di convenienza, poiché in tal modo egli sostituirebbe, ex post, il proprio apprezzamento soggettivo a quello espresso ed attuato dall'organo all'uopo legittimato. Ai fini dell'azione di responsabilità, il giudice deve accertare e valutare il comportamento degli amministratori in base ai principi generali che regolano gli inadempimenti contrattuali (in senso lato) ed il risarcimento dei danni. Di conseguenza, in applicazione dell'art. 2392 cod. civ., egli deve accertare (nei limiti delle domande proposte dalle parti) se e quali inadempienze siano imputabili agli amministratori, in relazione ai doveri ad essi imposti dalla legge e dall'atto costitutivo».

⁴²⁸ A. SILVESTRINI, *op. cit.*, p. 683. Sul punto si veda anche Cass. 28 aprile 1997, n. 3652, in *Società*, 1997, p. 1389, per cui «la scelta di compiere o meno un certo atto di gestione oppure di compierlo in un certo modo o in determinate circostanze non è mai di per sé sola suscettibile di essere apprezzata in termini di responsabilità giuridica, per l'impossibilità stessa di operare una simile valutazione con un metro che non sia quello dell'opportunità e perciò di sconfinare nel campo della discrezionalità imprenditoriale; mentre, viceversa, è solo l'eventuale omissione, da parte dell'amministratore, di quelle cautele, di quelle verifiche o di quelle informazioni preventive normalmente richieste per una

normalmente richieste per una scelta di quel tipo in quelle circostanze e con quelle modalità⁴²⁹.

Dunque, solo allorché l'amministratore sia inadempiente ai propri obblighi che sarà possibile riconoscere una responsabilità in capo all'amministratore. In caso contrario, ovverosia qualora tutti gli obblighi siano stati adempiuti, non si potrà ammettere tale responsabilità, nemmeno in caso di errori e per scelte sconvenienti alla società⁴³⁰.

Le operazioni non dovranno, dunque, essere imprudenti o azzardate ma basate su adeguate informazioni e con la predisposizione delle necessarie cautele⁴³¹ e da una attenta pianificazione economica e finanziaria attraverso i c.d. *business plans*⁴³². Quanto, allora, alla responsabilità degli amministratori della società acquirente, ciò che potrebbe essere loro contestato è di non essersi procurati le opportune informazioni al fine di giungere ad una diligente determinazione sull'acquisto della partecipazione di controllo della società *target*⁴³³. Saranno così ad esempio responsabili gli amministratori che procedano nell'acquisizione di una società farmaceutica cui attività principale sia la produzione di un farmaco coperto da brevetto che risulti *post* acquisizione essere

scelta di quel genere che può configurare la violazione dell'obbligo di adempiere con diligenza il mandato di amministrazione». Come messo in luce da attenta dottrina, infatti, «La diligenza non può mai costituire oggetto di un obbligo o peggio il contenuto della prestazione dedotta nell'obbligazione, bensì soltanto il modo di adempiere esattamente all'obbligazione» (F. VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003, p. 23 ss. ed p. 31).

⁴²⁹ Trib. Milano, 3 giugno 2008, n. 7223.

⁴³⁰ S. CASSANI, *op. cit.*, p. 502.

⁴³¹ P. PISCITELLO, *op. cit.*, p. 1171. In tema di sindacabilità delle scelte irragionevoli si veda ad esempio Cass., 22 giugno 2017, n. 15470. Sul punto anche Cass., 28 aprile 1997, n. 3652, per cui «la scelta tra il compiere o meno un certo atto di gestione, oppure di compierlo in un certo modo o in determinate circostanze, non è mai di per sé sola (salvo che non denoti addirittura la deliberata intenzione dell'amministratore di nuocere all'interesse della società) suscettibile di essere apprezzata in termini di responsabilità giuridica, per l'impossibilità stessa di operare una simile valutazione con un metro che non sia quello dell'opportunità e perciò di sconfinare nel campo della discrezionalità imprenditoriale; mentre, viceversa, è solo l'eventuale omissione, da parte dell'amministratore, di quelle cautele, di quelle verifiche o di quelle informazioni preventive normalmente richieste per una scelta di quel genere che può configurare la violazione dell'obbligo di adempiere con diligenza il mandato di amministrazione e può quindi generare una responsabilità contrattuale dell'amministratore verso la società».

⁴³² M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, *cit.*, p. 364.

⁴³³ V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, *cit.*, p. 806.

scaduto e una corretta indagine di *due diligence* sui diritti di proprietà intellettuale avrebbe potuto mettere in luce ciò⁴³⁴, ovvero, come nel caso S.p.a. Gestioni Mobiliari Edilcentro Sviluppo in liq. c. Carlo Bordoni⁴³⁵, procedano all'operazione in maniera *«irrazionale e avventurosa, e pertanto contraria ad ogni più elementare principio di prudente e oculata amministrazione»*, in quanto la società *«non possedendo il capitale adeguato per sorreggere la stessa ha dovuto ricorrere a finanziamenti costosi e addirittura ha dovuto dare le azioni acquistate a garanzia dei finanziamenti»*.

Il giudizio sulla responsabilità dell'amministratore non riguarda quindi tanto la decisione, non essendo previsto da nessuna norma un obbligo di non commettere errori⁴³⁶, quanto il momento precedente dell'istruttoria, escludendo valutazioni di tipo imprenditoriale circa l'opportunità delle operazioni⁴³⁷. L'amministratore potrà dunque procedere anche a scelte rischiose, come quella di acquisire un'altra società, purché vi sia la coscienza del rischio e vengano prese le opportune cautele al fine di eventuali effetti dannosi⁴³⁸. In questi termini, allora, non sarà possibile riscontrare responsabilità dell'amministratore quando, nonostante l'esito infausto, le scelte gestorie non siano state né irragionevoli né avventate ma ponderate⁴³⁹.

Fondamentale nell'ambito di interesse di questa trattazione è poi il sesto comma dell'art. 2381 cod. civ., disposizione che impone agli amministratori di agire in modo informato. L'attività d'impresa si connota infatti per un certo margine di rischio, di conseguenza, per evitare possibili responsabilità, sarà necessario per

⁴³⁴ *Ibidem*.

⁴³⁵ Trib. Milano, 09 giugno 1977.

⁴³⁶ Trib. Milano, 3 giugno 2008, n. 7223

⁴³⁷ P. PISCITELLO, *op. cit.*, p. 1172.

⁴³⁸ Questo non significa, ancora una volta, che l'amministratore possa compiere operazioni irrazionali o di pura sorte o azzardate, dovendo comunque rimanere nei limiti della ragionevolezza che deve connotare la discrezionalità dell'imprenditore (Trib. Milano, 2 marzo 1995).

⁴³⁹ Si veda Trib. Parma, 3 novembre 1999. Quello che sarà dunque necessario valutare è se, parametrando la condotta tenuta dall'amministratore con quella normalmente tenuta da altri amministratori in analoghe circostanze, si possa qualificare il suo comportamento come diligente o meno.

l'amministratore informarsi sui vantaggi e gli svantaggi che deriveranno da una determinata operazione.

È allora anche all'interno di questa cornice che deve essere guardata la *due diligence*: il primo presupposto dell'agire diligente dell'amministratore è infatti quello di agire in modo informato sicché l'espletamento della *due diligence* per gli amministratori che procedono all'acquisizione rappresenta il modo di «*adempiere a quel dovere di diligente ponderazione della scelta gestoria il cui principale versante applicativo è certamente rappresentato dal dovere di istruire preventivamente e motivare adeguatamente la decisione*»⁴⁴⁰. La *business judgment rule* invero non copre quelle scelte che siano state prese senza quelle cautele e verifiche che normalmente sono richieste per le scelte di quel tipo⁴⁴¹, e, nel contesto che qui si tratta, la *due diligence* ha assunto la fisionomia della «*pratica inerziale*»⁴⁴², senza la quale nessun amministratore che voglia compiere una scelta razionale dovrebbe procedere nell'acquisizione. Non v'è quindi dubbio che la richiesta di informazioni e quindi lo svolgimento della *due diligence* rappresenti un obbligo degli amministratori⁴⁴³. Ecco che dunque «*quando l'acquirente è una società, l'effettuazione della due diligence va anzi considerata – in linea di massima e salve le specificità del singolo caso – una condotta doverosa per gli amministratori della società acquirente*»⁴⁴⁴.

Infine, soffermandosi nuovamente sui *fiduciary duties*, si evidenzia come strettamente connesso al dovere di diligenza si pone quello di agire nell'interesse esclusivo della società amministrata⁴⁴⁵. L'obbligo dell'amministratore di gestire la società con diligenza porta con sé, infatti, anche quello di perseguire l'interesse sociale⁴⁴⁶. In questo senso, nell'individuare il canone di condotta dell'amministratore, concorre l'art. 2391 cod. civ., dal quale la dottrina fa discendere il dovere di perseguire

⁴⁴⁰ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit, p. 143.

⁴⁴¹ *Ivi*, p. 143, nota 14.

⁴⁴² *Ivi*, p. 16.

⁴⁴³ M. SPERANZIN, *Circolazione dei modelli, diritto interno delle acquisizioni e i protagonisti del diritto commerciale*.

⁴⁴⁴ R. SACCHI, *op. cit.*, p. 55.

⁴⁴⁵ Cass., 24 agosto 2004, n. 16707.

⁴⁴⁶ M. CORDOPATRI, *La business judgment rule in Italia e il privilegio amministrativo: recenti correttivi negli USA e in Europa*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 129 ss., specificatamente p. 130.

l'interesse sociale⁴⁴⁷. Anche nel nostro ordinamento si può dunque individuare una *duty of loyalty*, il dovere di agire con lealtà nell'interesse della società⁴⁴⁸.

Si può dunque giungere ad una duplice conclusione.

La prima ci permette di chiudere il parallelismo Stati Uniti - Italia che ha caratterizzato il presente paragrafo osservando come le norme sulla responsabilità degli amministratori di società statunitensi e italiane⁴⁴⁹ sono confluite, nel corso del tempo, verso le stesse soluzioni⁴⁵⁰.

La seconda attiene alla doverosità della *due diligence*⁴⁵¹ che si presenta quale strumento necessario per gli amministratori nell'assumere decisioni circa operazioni straordinarie quali quelle oggetto della presente trattazione. Solo in questo modo infatti la decisione potrà dirsi fondata sull'adempimento dei doveri di diligenza imposti agli amministratori dalla natura dell'incarico e delle loro specifiche competenze⁴⁵².

2.4. Alcuni casi di applicazione della business judgment rule in Italia

Due sentenze in passato hanno affrontato in modo analitico il problema della responsabilità degli amministratori nell'ambito delle acquisizioni societarie; si tratta

⁴⁴⁷ S. LOPREIATO, G.D. MOSCO, *op. cit.*, p. 128.

⁴⁴⁸ S. LOPREIATO, G.D. MOSCO, *op. cit.*, p. 130.

⁴⁴⁹ Si noti, per completezza, come la trattazione si sia soffermata solo sulle S.p.A. ma quanto alle S.r.l., l'art. 2476 cod. civ. in tema di responsabilità, replica quanto dettato con riferimento alle S.p.A. dagli artt. 2393-2395 cod. civ. (S. LOPREIATO, G. D. MOSCO, *op. cit.*, p. 125). A ben vedere colpisce però il mancato richiamo per le S.r.l. al dovere di diligenza previsto invece espressamente per le S.p.A. dall'art. 2392 cod. div. Ciò non significa però che gli amministratori di S.r.l. possano agire in modo negligente: troverà infatti applicazione l'art. 1176, secondo comma, cod. civ., e dunque la diligenza dovrà essere valutata in relazione all'attività esercitata (A. SILVESTRINI, *op. cit.*, p. 695). Quanto invece al dovere di agire in modo informato, corollario della *duty of care*, sebbene anche questo non previsto in maniera espressa viene ritenuto implicitamente sussistente quale corollario del dovere di diligenza e dunque non può non ritenersi la sua applicazione pacifica (E. LETO, *La responsabilità degli amministratori di s.r.l.*, in *Riv. Dott. Comm.*, 2010, p. 777 ss., specificatamente p. 781).

⁴⁵⁰ F. L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 915.

⁴⁵¹ *Ivi*, p. 915.

⁴⁵² *Ivi*, p. 917.

della sentenza “La Centrale” e della sentenza in merito all’acquisizione del Gruppo Editoriale Fabbri.

Le due pronunce hanno diversi punti in comune. Anzitutto in entrambe le ipotesi la società *target* era una società in perdita e, in entrambe, il prezzo pagato si è rilevato poi troppo elevato rispetto al prezzo di mercato e, ciò nonostante il fatto che, in entrambe le operazioni, gli amministratori della società *buyer* avessero, prima del compimento dell’operazione, esaminato la situazione patrimoniale del *target*. Il rischio era quindi stato assunto consapevolmente⁴⁵³.

La dottrina utilizza come caso paradigmatico di responsabilità da violazione del dovere di diligenza la pronuncia “La Centrale”⁴⁵⁴ emessa dal Tribunale di Milano, poi per vero ribaltata in appello⁴⁵⁵, quanto alla fonte della responsabilità⁴⁵⁶.

Il caso attiene all’acquisizione da parte di La Centrale Finanziaria Generale S.p.A. di una rilevante partecipazione di Rizzoli S.p.A. la quale, al tempo dell’acquisizione, presentava importanti indebitamenti. Durante il giudizio di primo grado, avviato attraverso l’azione di responsabilità *ex art.* 2392 cod. civ., viene riscontrata una violazione dei doveri di diligenza dato l’irragionevole comportamento tenuto dagli amministratori. La Corte d’appello, pur confermando la condanna di primo grado, ricostruisce la fattispecie nell’alveo del conflitto di interessi.

Il secondo caso è quello relativo all’acquisizione del controllo assoluto di Gruppo Editoriale Fabbri S.p.A. (“Fabbri”) da parte di RCS Editori S.p.A. (“RCS”)⁴⁵⁷. Alla determinazione si era giunti a seguito di numerose perizie e revisioni dei bilanci della società *target*. Da tali documenti non emergeva una problematica che poi si rilevò cruciale: il sistema di distribuzione delle opere si basava per la gran parte su vendite rateali gestite da una molteplicità di agenti che, interessati esclusivamente nelle loro provvigioni, non si preoccupavano della solvibilità degli acquirenti. La problematica dei

⁴⁵³ R. VENTURA, *op. cit.*, p. 219.

⁴⁵⁴ Trib. di Milano, 26 giugno 1989, in *Società*, 1989, 1179; la ricostruzione che segue è tratta da R. VENTURA, *op. cit.*, p. 219.

⁴⁵⁵ App. Milano, 16 giugno 1995, in *Società*, 1995, p. 1562.

⁴⁵⁶ A. STIRPE, *op. cit.*, p. 8.

⁴⁵⁷ App. Milano, 30 marzo 2001, in *Giur. Comm.*, 2002, p. 200.

crediti non emergeva però dal bilancio, stante il fatto che essi venivano ceduti ad una società di factoring, garantita per intero dalla precedente controllante, che gli acquistava a fine del rapporto. Acquistando il controllo di Fabbri senza rendersene conto RCS si accollò anche l'obbligo di riacquisto dei crediti nei confronti della società di factoring. Di ciò non si tenne però conto nel prezzo, in una scelta che si rilevò dunque economicamente disastrosa. Di fronte a ciò l'assemblea dei soci di RCS promosse dunque azione di responsabilità verso il presidente del consiglio di amministrazione, contestandogli diversi inadempimenti all'obbligo di agire con diligenza (che al momento della sentenza era ancora quello del mandatario *ex* all'art. 1710).

Il collegio non fu però dello stesso avviso del ricorrente. La sentenza mette in luce, infatti, come vi fosse una difficoltà oggettiva nell'esplorare tale problematicità e come «*in sede di trattative precontrattuali non sembra ipotizzabile che l'aspirante acquirente possa autonomamente e correttamente avere diretta conoscenza dell'azienda acquisenda, né in generale, né in particolare mediante un contatto diretto con la rete degli agenti*». Inoltre, viene rilevato come il presidente di RCS si era avvalso, nel giungere alla determinazione, anche di note società di revisione, la quali non avevano riscontrato problematicità sui crediti. Proprio per questo non era possibile ravvisare una violazione del dovere di diligenza. Sul punto, infatti, la decisione conferma, ancora una volta, da un lato come la *business judgment rule* impedisca al giudice di sindacare il merito delle scelte imprenditoriali, dall'altro che in capo all'amministratore viga un obbligo di perizia⁴⁵⁸.

3. La due diligence nella giurisprudenza internazionale e italiana

3.1. Il caso Levin v. May e la rilevanza autonoma della due diligence

Al fine di mettere in luce la rilevanza che il processo di *due diligence* può assumere in questa tipologia di operazione, si ritiene utile analizzare il caso Levin v.

⁴⁵⁸ R. VENTURA, *op. cit.*, p. 218.

May⁴⁵⁹, sviluppatosi nei primi anni Duemila davanti alla corte d'Appello della Louisiana, negli Stati Uniti. La vicenda tratta di un contratto per l'acquisto di un'attività commerciale sospensivamente condizionato agli esiti della *due diligence* in cui la Corte ha ritenuto perfettamente legittimo il rifiuto al perfezionamento del contratto da parte dell'acquirente a seguito di quanto emerso dallo svolgimento della *due diligence investigation*.

La volontà di trattare un caso nel nostro ordinamento non è casuale ma nasce dalla particolare configurazione legislativa che denota questo Stato connotato, oltre che per l'ovvia presenza di elementi di *common law*, di altri propri del modello di *civil law*, in quello che viene generalmente definito come un sistema misto. Questo ha fatto sì che alcuni aspetti e principi, specie del diritto privato, siano assimilabili a quelli propri dei nostri ordinamenti. Ciò lo si avverte in particolar modo nell'ambito d'interesse della presente trattazione dove, seppur con alcune sue connotazioni peculiari, è possibile riconoscere un principio di buona fede precontrattuale affine al nostro⁴⁶⁰.

La vicenda si sviluppa come segue.

Nell'agosto del 2002 Carlton May, residente nel *Parish* di St. Tammany⁴⁶¹, legge un annuncio pubblicitario sul giornale locale: la Refill Technologies era in vendita. Interessato all'affare contatta il venditore, Robert Levin. Questi informa Mr. May che oggetto dell'attività, operante nel *Parish* di St. Tammany e nelle aree circostanti Northshore, era la messa a nuovo e la vendita di cartucce per stampanti. Informato di ciò Mr. May ritiene che l'operazione possa essere economicamente interessante e stipula con il venditore un "*preliminary agreement*" in vista del potenziale acquisto della società. Il documento inizialmente era scritto a mano dalle parti che provvidero lo stesso giorno a specificarlo in un ulteriore documento denominato «*Agreement to Sell Refill Technologies*» in cui il venditore «*agreed to sell "all of [his] interests in [his] business" to Mr. May for the sum of \$90,000.00, upon Mr. May's completion of the following: payment of an*

⁴⁵⁹ *Levin v. May*, 887 So.2d 497, 2003-2205 (La. App. 1st Cir., 17 Sept. 2004). La sentenza è reperibile nella banca dati *Nexis Uni*.

⁴⁶⁰ L. M. FRANCIOSI, *op. cit.*, p. 72 ss., a cui si rinvia per un'ampia analisi.

⁴⁶¹ La Louisiana è l'unico stato ad essere diviso appunto per "*parish*" e non per "*counties*" come nel resto degli Stati Uniti.

initial deposit of \$20,000.00 by September 4, 2002; Mr. May's verification of the business's "sales and profit figures"; and his completion of training in its operations over a maximum period of eight weeks. At the expiration of the training period, the balance of \$70,000.00 of the sales price was to be paid, and all funds collected by the business in the interim between payment of the deposit and the balance, as well as "any records, inventory or anything else pertaining to the operations and ownership"».

Tale scrittura venne successivamente puntualizzata la settimana successiva in un documento dettagliato di diciassette pagine in cui si prevedevano anche espresse *warranties, representations* e *suspensive conditions*. Il "*purchase agreement*" disponeva che l'acquirente avrebbe pagato una somma iniziale e "*refundable*" di ventimila dollari il giorno stesso e che il "*closing*" si sarebbe tenuto entro il quattro novembre successivo. In tale momento il venditore avrebbe venduto l'attività «*free and clear of all liens, encumbrances, claims, clouds, charges, equities or imperfections of any nature, [all] assets and properties owned or leased by [Mr. May] and used or useful in the Business or related operations*». Inoltre, il contratto prevedeva che Mr. May non si sarebbe assunto nessuna obbligazione precedentemente in capo al venditore se non espressamente identificata e che quest'ultimo avrebbe concesso a Mr. May "*full access*" a tutti i documenti dell'attività e avrebbe fornito tutte le informazioni richieste dall'acquirente. Inoltre, si impegnava a fornire un bilancio al 31 agosto. Ancora, oltre ad altre *representations* e *warranties* si prevedeva anche: «*E. Except as otherwise disclosed by Seller in writing, as of the date of this Agreement, the assets and properties of Seller are not, and as of the Closing they will not be, subject to any liens, encumbrances, claims, clouds, charges, equities or imperfections of any nature. N. On the date hereof Seller has, and on the Closing Seller shall have, duly prepared and timely filed all local, state and federal tax returns (including, without limitation, those which relate to FICA, withholding and other payroll taxes) required to be filed by such dates, and paid all taxes, penalties and interest with respect thereto. To the extent that any tax liabilities have accrued but not become payable, the full amounts thereof have been reflected as liabilities or reserved against on the Balance Sheet. After the Closing, Seller shall duly prepare and timely file any and all local, state and federal tax returns which pertain, in whole or in part, to the period on or before the Closing, and pay all taxes, penalties and interest with respect thereto*».

Non molto dopo Mr. May scopre però delle “*substantial inaccuracies*” nelle dichiarazioni rese da Mr. Levin. In particolare, il business era sprovvisto di licenza e non aveva adempiuto ai suoi obblighi verso il fisco. Proprio in virtù di queste sostanziali inesattezze Mr. May decise allora di non proseguire oltre nel procedimento di acquisizione, e, non intendendo perfezionare il contratto, chiese la restituzione delle somme già depositate. A fronte della richiesta Mr. Levin si oppose ed avviò un procedimento contro Mr. May, sostenendo una violazione dell’accordo e chiedendone anche i consequenziali danni. Mr. May dal canto suo si costituì confutando quanto asserito dall’attore e proponendo domanda riconvenzionale volta alla restituzione della somma da lui già versata.

Il giudizio di primo grado rigettò la mozione di Mr. Levin e accolse quella di Mr. May. Soccombente in primo grado, l’attore decise quindi di proporre appello presso la Corte d’Appello della Louisiana.

La Corte d’Appello mette in luce come l’accordo non fosse un “*consummated sale*” in quanto il “*purchase agreement*” prevedeva che gli *asset* sarebbero stati venduti al momento del *closing* e come entrambe le parti fossero concordi nel ritenere che l’accordo definitivo sarebbe stato condizionato allo svolgimento della *due diligence* da parte di Mr. May.

La Corte si muove poi nel mettere in luce quella che è la funzione del processo di *due diligence*, su cui nel presente lavoro si è già trattato, rilevando come quanto alla *due diligence* fiscale sia anche quello di verificare che gli oneri verso l’erario siano stati adempiuti correttamente e come il mancato adempimento di tali oneri avrebbe potuto portare a delle serie ripercussioni per l’attività, posto che i profitti della stessa nonché i suoi beni sarebbero stati indirizzati nel soddisfare tali inadempimenti.

La Corte rileva poi come l’operazione in questione non possa essere inquadrata all’interno dello schema del “*sale*” (ossia il contratto di vendita) bensì nell’ambito dei “*purchase agreement*” (l’accordo di acquisto) posto che il contratto in esame era subordinato a condizione sospensiva e alla verifica circa la veridicità di quanto

affermato dal venditore⁴⁶². La Corte nota poi come nei contratti della specie di quello in analisi, che contemplino dunque una fase di *due diligence*, le dichiarazioni fatte dal venditore possano assumere diversi scopi, tra i quali quello di giustificare il non compimento della operazione al momento del *closing* o anche prima e la possibilità di “*walk away*” quando, dopo il *signing* e prima del *closing*, il *buyer*, attraverso la *due diligence*, e scopra “*bad facts*” sui quali vi erano state dichiarazioni del venditore.

La Corte qualificò dunque le inesattezze nelle dichiarazioni di Mr. Levin come un “*material breach*” dell’accordo e che tale *breach* avesse indotto Mr. May ad un errore su di una “*substantial quality*” dell’oggetto del contratto. Tutto ciò legittimerebbe il comportamento dell’acquirente non più interessato al perfezionamento del contratto. Nel concludere la Corte rileva come l’intento sostanziale delle parti fosse in definitiva quello di costruire un accordo “*on approval*” basato sullo svolgimento e sul positivo esito della *due diligence*. Non essendosi con quest’ultima pervenuti a tale esito, la Corte riconosce il diritto di Mr. May di abbandonare il *purchase agreement* e il *judgment* è in suo favore.

3.2. Un caso di negata *due diligence*

Come si ricordava in apertura di questa discussione, il tema sulla configurabilità o meno di un diritto alla *due diligence* risulta un tema ignoto alla giurisprudenza italiana. Un unico caso in cui in tal senso una corte italiana si è pronunciata è, a quanto risulta, quello dell’ordinanza cautelare del Tribunale di Bologna del 23 luglio 2018⁴⁶³.

⁴⁶² La fattispecie non poteva essere ricondotta all’interno dello schema del “*sale*” in quanto manchevole di un elemento a tal fine necessario. L’art. 2439 La c.c. prevede infatti come elementi necessari per il “*sale*” «[...] *the thing, the price, and the consent of the parties* [...]». Pur essendo presenti due degli elementi che caratterizzano la vendita, ossia il bene e il prezzo, nel caso di specie mancava il terzo requisito, quello del consenso al trasferimento della proprietà, elemento questo sottoposto a condizione sospensiva e alla veridicità delle dichiarazioni rese dal venditore.

⁴⁶³ L’ordinanza è commentata da M. MORELLO, *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di “negata due diligence”*, in *Le Società*, 2018 p. 1380 ss.

L'ordinanza di cui si discute si pronuncia sulla domanda presentata da un socio di società per azioni, volta ad ottenere un provvedimento urgente *ex art. 700 c.p.c.* L'istanza, aveva come obiettivo quello di ottenere l'accesso alla documentazione necessaria allo svolgimento della *due diligence*, istanza che non venne però accolta dal giudice, sulla base di una motivazione come si vedrà non condivisibile. Prima di analizzare gli aspetti di diritto si ritiene necessario ripercorrere la vicenda nei suoi tratti più significativi.

Ad essere coinvolta è la A. Testoni S.p.A., la quale viene citata in giudizio dal suo socio C.F., detentore di una partecipazione del 4,65% del capitale. Questi, desideroso di vendere la sua partecipazione, alla società Hemei, richiedeva agli amministratori della A. Testoni S.p.A. di consentire al potenziale acquirente di effettuare una *due diligence*. Di fronte al diniego da parte dell'organo gestorio il socio adiva al Tribunale di Bologna chiedendo di ordinare alla società di raccogliere e di mettere a disposizione del ricorrente una serie di informazioni e documenti.

Secondo quanto sostenuto dal socio C.F. il rifiuto oppostogli dagli amministratori avrebbe infatti integrato un abuso dei loro poteri essendo questi piuttosto interessati a favorire la cessione della restante parte delle azioni (il 95,35%) alla Oasis Giant Pte LTD. Sosteneva così che il diniego dagli amministratori *«ledeva irrimediabilmente i suoi diritti di socio e, segnatamente, quelli di vendere la sua partecipazione sociale»*.

La Testoni S.p.A. dal canto suo, si costituiva in giudizio presentando memoria difensiva con cui chiedeva il rigetto del ricorso *ex art. 700 c.p.c.*, adducendo come mancassero i presupposti del *fumus boni iuris* e del *periculum in mora*.

I diritti che il socio di minoranza afferma di possedere, e che riteneva pregiudicati sarebbero tre: il primo quello a vendere la propria partecipazione sociale, il secondo quello ad esercitare consapevolmente e informatamente la prelazione sulle azioni messe in vendita dagli altri soci, e, infine, il diritto di sottoporre la società a una *due diligence* (quale diritto strumentale e funzionale ai precedenti).

La Testoni S.p.A., pur non contestando l'esistenza dei primi due diritti, che ritenne non ingiustificatamente violati dal rifiuto degli amministratori, sosteneva poi che non fosse configurabile un diritto alla *due diligence*.

Il Tribunale nel dare una definizione alla questione parte dalla normativa vigente rilevando come questa non contempra a favore del socio di S.p.A. un diritto di informazione così ampio quale quello vantato del ricorrente.

Il ragionamento del giudice, per valutare la posizione del ricorrente, parte dal diritto di informazione del socio all'interno della S.p.A. Tale diritto, in base al già esaminato art. 2422, comma 1, cod. civ., è «sacrificato nell'interesse prioritario alla riservatezza della società». Non esiste quindi, a detta del giudice bolognese, «una specifica disciplina di legge attributiva del diritto di esercitare una due diligence sulla società per azioni».

Quanto al tentativo del ricorrente di costruire il diritto alla *due diligence* sul diritto di vendere, il giudice ha stabilito che, anche se si interpretando il diritto di informazione del socio di una S.p.A. in termini di “funzionalità concreta” all'esercizio del diritto di cessione della propria quota e a quello di esercitare il diritto alla prelazione sulle azioni poste in vendita dagli altri soci, le facoltà in esso contenute non possono essere illimitate e incondizionate.

Tale diritto è infatti ostacolato da quelle previsioni di legge che limitano il diritto di informazione del socio nella S.p.A. da un lato e, dall'altro, dall'assenza di una norma che preveda in maniera altrettanto esplicita la possibilità per il socio di esercitare la *due diligence*.

Il giudice subordina dunque le esigenze del socio a quelle della società, che detiene un interesse preminente nella riservatezza, soprattutto quando la partecipazione del socio sia, come nel caso, di minoranza. Secondo il giudice «*tali esigenze societarie, quindi, ove realmente esistenti ed adeguatamente rappresentate, possono, per ciò, giustificare il rifiuto, totale o anche solo parziale, di fornire al socio richiedente determinate informazioni, soprattutto quelle non soggette, per legge, a specifici obblighi di pubblicità e la cui diffusione potrebbe compromettere gli interessi generali della società*».

Sono dunque gli amministratori che avranno il compito di volta in volta di valutare se e come derogare alle esigenze di riservatezza della società negando al socio la disponibilità delle «*informazioni c.d. sensibili, ogni qual volta l'accesso ad esse da parte del socio o di terzi possa nuocere all'interesse sociale*».

Nel caso in esame, la giustificazione fornita è stata «*l'esistenza di un'offerta pregressa formulata da terzi finalizzata all'acquisto di una quota azionaria rappresentativa della quasi totalità del capitale sociale (95,45%)*».

Il Tribunale ha ritenuto che «*L'esistenza di un'altra trattativa da tempo in fieri e, ormai, in via di definizione, per l'ampiezza e solidità del suo contenuto e l'anteriorità della relativa offerta, giustifica, nell'interesse sociale, il rifiuto degli amministratori della società resistente di fornire al competitor del precedente offerente, per il tramite del socio richiedente, qualsiasi informazione ulteriore rispetto a quella imposta, per legge, dal citato art. 2422 c. I c.c., al fine di non vanificare la conclusione di un'importante operazione di cessione azionaria valutata, secondo criteri di discrezionalità gestoria, allo stato insindacabili, pur sempre favorevole alla società che, a sua volta, appare certamente bisognosa di una immediata iniezione di nuova liquidità per superare una fase di forte tensione finanziaria*». Giunto a questa conclusione il tribunale rigetta il ricorso.

Ricostruita così la vicenda è necessario ora soffermarsi su aspetti meno fattuali e più di diritto e, in particolar modo, sull'*iter* argomentativo che il giudice ha seguito nel giungere alla decisione.

Come è stato messo in luce in precedenza⁴⁶⁴, il diritto alla *due diligence*, per la tesi preferibile, deve essere riconosciuto in quelle situazioni in cui la circolazione delle partecipazioni coinvolga anche la circolazione del controllo di diritto sulla società. Solo in questa situazione, invero, è possibile riconoscere un interesse all'informativa precontrattuale tale da consentire (eccezionalmente) di derogare al generale principio della riservatezza sugli *interna corporis*.

Questo ragionamento non è però quello seguito dal giudice nell'ordinanza di cui si discute. Come si è già avuto modo di riportare poco sopra il Tribunale, infatti, pone rilievo ad un altro fattore, quello temporale. Se infatti le conclusioni a cui si è arrivati in precedenza sono allineate con quelle a cui giunge l'ordinanza, ossia viene negato il diritto alla *due diligence*, è il fattore temporale che in quest'ultima assume rilevanza centrale: l'elemento fondamentale è, secondo questo orientamento, «*l'esistenza di una trattativa da tempo in fieri e, ormai, in via di definizione*»⁴⁶⁵.

⁴⁶⁴ Si veda il paragrafo terzo del primo capitolo.

⁴⁶⁵ A. MORELLO, *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di "negata due diligence"*, cit., p. 1386.

In altre parole, mentre secondo la prospettiva ricostruttiva di cui si è trattato il diritto alla *due diligence* viene riconosciuto qualora a circolare sia la quota attributiva del controllo di diritto, nell'ordinanza del Tribunale di Bologna elemento giustificativo alla prevalenza del diritto di un socio sull'altro sembra essere l'elemento temporale e quindi l'aver già intavolato una trattativa in via di definizione e non la causa concreta del negozio. La conclusione a cui giunge il tribunale, se quindi condivisibile nel suo risultato non lo è nel ragionamento, non potendosi subordinare il diritto alla *due diligence* a elementi fattuali-temporali, ma solo a indici di diritto, quale appunto la circolazione della quota attributiva del controllo di diritto.

CAPITOLO III

DUE DILIGENCE E GARANZIE

1. La tutela dell'acquirente

1.1. L'oggetto del contratto di acquisizione di partecipazioni sociali

Giunti a questo punto della trattazione, occorre analizzare più da vicino il contratto di acquisizione di partecipazioni sociali, focalizzandosi sul suo oggetto. L'interrogativo è se l'oggetto dello SPA sia solo la partecipazione oppure se questa rappresenti anche il patrimonio sociale, il quale si qualificherebbe, in questo secondo caso, come il reale oggetto del contratto. La distinzione tra l'una o l'altra ipotesi non è di poco conto: solo nella seconda ipotesi, e quindi nel caso in cui oggetto del contratto sia il patrimonio sociale, sarà possibile applicare in via diretta le norme sulla vendita di cui agli artt. 1480, 1482 e 1489 cod. civ., circa i vizi della cosa venduta⁴⁶⁶.

Il problema giuridico che qui si va delineando sorge da quella che è la sostanza economica dell'operazione⁴⁶⁷. Non vi sono infatti dubbi che l'acquisto del pacchetto di controllo sia un valido mezzo, anche per ragioni fiscali⁴⁶⁸, ai fini di entrare in possesso del patrimonio sociale e quindi di quei mezzi volti ad esercitare un'attività economica⁴⁶⁹. Il vero obiettivo a cui l'acquirente mira è, infatti, nella sostanza, più che l'oggetto diretto del contratto, quello c.d. indiretto, ossia il patrimonio sociale⁴⁷⁰.

⁴⁶⁶ G. IORIO, *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006, p. 36.

⁴⁶⁷ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, cit., p. 10, parla a riguardo di «*significato economico dell'operazione*».

⁴⁶⁸ L'impatto fiscale sulle operazioni di *share deal* è infatti decisamente più basso (0.2% sul valore della transazione) rispetto a quello nelle operazioni di *asset deal* (3% del valore dell'azienda).

⁴⁶⁹ A. TINA, *La cessione di partecipazioni un revirement?*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 149 ss., specificatamente p. 154, nota 21.

⁴⁷⁰ M. CALLEGARI, *Le clausole relative all'oggetto "diretto" (azioni-quote)*, in *Le acquisizioni societarie* (opera diretta da) M. Irrera. Zanichelli, 2011, p.167.

Chiarito il reale scopo dell'operazione, quello economico, è del tutto evidente come nella determinazione del prezzo un ruolo centrale sarà rivestito da quegli elementi funzionali e strumentali all'esercizio dell'attività economica, quali il patrimonio della società e la relativa situazione finanziaria e reddituale. Sono dunque i beni sociali che, sotto il profilo economico, rappresentano il vero obiettivo dell'operazione⁴⁷¹, costituendo così elemento valutativo primario per il *buyer*.

Diversi sono stati i tentativi di collimare il divario tra sostanza economica e sostanza giuridica dell'acquisizione, e quindi tra interesse imprenditoriale/economico alla società e acquisto della (sola) partecipazione.

Ad esempio, una linea interpretativa⁴⁷² proponeva farvi fronte considerando le azioni come titoli rappresentativi dei diritti che il socio può esercitare anche sul patrimonio sociale. Ragionando in questo modo, medesima sarebbe la sostanza giuridica tra trasferimento della partecipazione e trasferimento del patrimonio⁴⁷³, con conseguente applicazione delle norme codicistiche dettate in tema di vendita. Tale linea di pensiero, nota come teoria del negozio indiretto, si fonda sulla distinzione tra oggetto mediato e oggetto immediato dell'operazione, dove il primo sarebbe costituito dalla quota del patrimonio sociale e il secondo dalle partecipazioni. Ebbene, secondo questa ricostruzione, qualora le parti dovessero considerare come oggetto diretto del contratto «*quello che ne è ordinariamente l'oggetto mediato e considerano la vendita di azioni come mero strumento formale per conseguire la cessione della titolarità o di parte notevole di un'azienda, anche questo oggetto indiretto del negozio diviene giuridicamente rilevante*»⁴⁷⁴. Una ricostruzione in

⁴⁷¹ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 164.

⁴⁷² Questa ricostruzione non è chiaramente l'unica, si veda ancora ad esempio quella (fortemente criticata da C. D'ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, Milano, 2003, p. 29 s.) di MOSSA, in *La vendita dell'impresa sociale, nota a Reichsgericht, 9 marzo 1928*, in *Annuario dir. comp. e studi leg.*, 1933, p. 157 ss., che poneva come dato di partenza quello secondo cui in tutte le situazioni nelle quali venisse trasferito un pacchetto azionario tale da garantire il controllo della società, non si troverebbe di fronte alla vendita di partecipazioni, bensì a quella di vendita d'azienda.

⁴⁷³ V. SALANDRA, nota a Cass., 6 agosto 1935, n. 2395, in *Foro it.*, 1936, p. 207 ss.

⁴⁷⁴ V. SALANDRA, *op. cit.*, p. 209.

questo senso non ebbe però successo⁴⁷⁵ e, salvo alcune rare eccezioni⁴⁷⁶, la prevalente dottrina, nonché la giurisprudenza⁴⁷⁷, seguendo un ragionamento formalmente corretto, ma giuridicamente formalistico⁴⁷⁸, hanno continuato a ribadire come oggetto del contratto siano solo e soltanto le quote, mentre il patrimonio verrebbe in riferimento solo per mezzo di specifiche garanzie assunte dal cedente⁴⁷⁹. Le quote rappresentano, infatti, «solo diritti e obblighi facenti capo a ciascun socio» mentre «non rappresentano i beni sociali che costituiscono il patrimonio della società»⁴⁸⁰, beni che, infatti, «non subiscono [...] nessuna vicenda traslativa: essi appartengono alla società e non cambiano titolare»⁴⁸¹.

⁴⁷⁵ Vedasi ad esempio: Cass. 21 luglio 1979, n. 4382.

⁴⁷⁶ Ne è esempio Cass., 9 novembre 2004, n. 18181, in *Mass. Giur. it.*, 2004. Vedasi anche Cass., 13 dicembre 2006, n. 26690, anche in G. CARULLO, *Osservazioni in tema di vendita della partecipazione sociale*, in *Giur. comm.*, 2008, p. 954 ss. Più di recente App. Milano 28 gennaio 2009, in *Società*, 2010, p. 339 ss.; Cass., 20 febbraio 2004, n. 3370, con nota di E. BONAVERA, “*Aliud pro alio*” nella cessione di quote sociali, in *Società*, 2004, p. 969 ss. e App. Cagliari, 26 settembre 2016, 1018, commentata da M. SPERANZIN, *Compravendita «non convenzionalmente garantita» di partecipazioni sociali di “controllo”*, cit., p. 468 ss.

⁴⁷⁷ M. PINTO, *Le garanzie «patrimoniali» nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 411 ss.; G. GIRELLO, *La cessione di partecipazioni di riferimento*, in *Contratti*, 2003, p. 635 s.; G. COTTINO, *Noterelle in tema di cessione di quote (o azioni), di discrepanze di valori e di presupposizione*, in *Giur. it.*, 2003, p. 297; P. GRECO, *Le società di comodo e la vendita delle loro azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1935, II, p. 123 ss.; G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio di impresa*, Milano, 1967, p. 12 ss.; V. CARBONE, *Raggiri e artifici nella compravendita di azioni non quotate in borsa*, in *Società*, 1992, p. 763 ss.; C. COLOMBO, *Annullamento per dolo di una compravendita di azioni avvenuta fuori borsa*, in *Corr. giur.*, 1992, p. 306 ss.; M. CAMPOBASSO, *Vendita del pacchetto azionario di società in liquidazione per perdite*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, p. 362 ss.; A. SCARSO, *La responsabilità del venditore di partecipazioni sociali nel diritto italiano e tedesco*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 455 ss.; M. SPERANZIN, *Una criticabile sentenza della Cassazione in materia di garanzie legali e convenzionali nel caso di trasferimento delle partecipazioni sociali*, in *Corr. Giur.*, 2020, p. 510 ss.; A. TINA, *La cessione di partecipazioni un revirement?*, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 149 ss. U. CARNEVALI, *Compravendita di quote sociali, mancanza di qualità e aliud pro alio*, in *Contratti*, 2004, p. 687 ss. S. TERSILLA, *Le clausole di garanzia nei contratti di acquisizione*, in *Dir. comm. int.*, 2004, p. 101 ss. Per la giurisprudenza si veda Trib. Milano, 2 novembre 2004, in *Giur. it.*, 2005, p. 528; Cass., 21 giugno 1996, n. 5773, in *Banca borsa lit. cred.*, 1997, p. 18 ss.; Cass. 20 marzo 1997, n. 2465, in *Giur. it.*, 1998, p. 90; Cass., 27 settembre 1999, n. 10669, in *Giur. it.*, 2000, p. 980; Trib. Milano, 14 settembre 1992, in *Società*, 1993, p. 511; Cass., 19 luglio 2007, n. 16031; S. PUGLIATTI, *Vendita di azioni e grazie per evizione*, nota a App. Milano, 5 luglio 1935, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1937, p. 86 ss.

⁴⁷⁸ N. ABRIANI, *La circolazione delle azioni e i vincoli sulle azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* (diretto da) G. Cottino, IV, Padova, 2010, p. 370.

⁴⁷⁹ Sul punto si veda anche M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, p. 18, nota 24, in cui l’A. rinvia anche a pronunce estere che si pongono nella stessa direzione.

⁴⁸⁰ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 174-176.

⁴⁸¹ M. CAMPOBASSO, *Vendita del pacchetto azionario di società in liquidazione per perdite*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, p. 362 ss.

Il risultato dell'operazione sarà, dunque, quello di far acquisire al *compratore* lo *status socii* e le conseguenti posizioni giuridiche attive e passive, non potendo essere invece i beni sociali ritenuti oggetto della cessione⁴⁸².

Tale interpretazione porta a delle conseguenze anche sotto il punto di vista dei rimedi applicabili.

Partendo da quelli di diritto comune, questi possono essere ricondotti a due insiemi. Del al primo insieme, quello dell'evizione, di cui agli artt. 1483 e 1484 cod. civ., ne è da escludere, per l'ambito che è qui d'interesse, l'applicabilità. Presupporrebbe, infatti, che oggetto del trasferimento fossero i beni sociali stessi non le azioni o quote. Solo mettendo in dubbio l'acquisto della proprietà, e quindi per questioni attinenti alla titolarità del titolo, potrebbe trovare applicazione tale rimedio che non opera invece allorquando si tratti di consistenza patrimoniale⁴⁸³.

Quanto al secondo insieme, quello della mancanza delle qualità, due sono le disposizioni codicistiche che vengono in riferimento: l'art. 1490 e l'art. 1497 cod. civ. La prima disposizione prevede che il venditore sia tenuto a garantire che la cosa venduta sia immune da vizi che la rendono inidonea all'uso a cui è destinata, o ne diminuiscono in modo apprezzabile il valore. Di fronte a tali vizi l'acquirente avrà a sua disposizione come rimedio l'azione di risoluzione del contratto oppure l'azione per la riduzione del prezzo. Quanto alla seconda disposizione, invece, essa tutela l'acquirente di fronte al contratto in cui la cosa non abbia le qualità promesse e, per questo, non inquadrabile nell'alveo della *species pattuita*⁴⁸⁴.

Stando così la disciplina, emergono fin da subito le incompatibilità viste poc'anzi: il patrimonio sociale non costituisce una qualità intrinseca dei titoli azionari, ma solo uno strumento finalizzato a realizzare l'interesse sociale; di conseguenza, eventuali suoi vizi non incidono sui diritti e le facoltà derivanti dalle quote trasferite⁴⁸⁵.

⁴⁸²A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 177 e nota 21; A. TINA, *La cessione di partecipazioni un revirement?*, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 149 ss.

⁴⁸³A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 211.

⁴⁸⁴E. RUSSO, *Le tutele legali nelle acquisizioni societarie*, in U. DRAETTA, C. MONESI (a cura di), *I contratti di acquisizione di società e aziende*, Milano, 2007, p. 442.

⁴⁸⁵A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 205.

Anche i rimedi legati ai vizi del consenso risultano poco utili nell'ambito qui d'interesse.

L'art. 1428 cod. civ. sul punto prevede che l'errore sia causa di annullamento del contratto allorquando essenziale e riconoscibile dall'altro contraente. Secondo l'articolo che segue, l'errore assume detta essenzialità quando i) cade sulla natura o sull'oggetto del contratto e ii) quando cade sull'identità dell'oggetto della prestazione ovvero sopra una qualità dello stesso che, secondo il comune apprezzamento o in relazione alle circostanze, deve ritenersi determinante del consenso.

Alla luce di quanto detto con riferimento all'oggetto del SPA, emerge subito come una tale disposizione non possa trovare applicazione: l'errore non può dirsi essenziale cadendo sulla consistenza patrimoniale che, come ormai chiaro, non è oggetto del contratto⁴⁸⁶. Solo qualora l'errore dovesse cadere sulla qualità intrinseca o sull'identità delle azioni, si potrebbe, infatti, parlare di errore essenziale.

Senza soffermarsi sugli altri possibili rimedi, quali *aliud pro alio* e presupposizione, anche questi non soddisfattivi delle esigenze di tutela delle parti in questa tipologia di operazioni⁴⁸⁷, è necessario ora soffermarsi sui rimedi elaborati dalla prassi.

1.2. I rimedi elaborati dalla prassi

I problemi di cui si è sommariamente trattato hanno, infatti, indotto gli operatori a predisporre contratti sempre più complessi con il fine di renderli

⁴⁸⁶ G. IORIO, *op. cit.*, p. 76; Sul punto A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, *cit.*, p. 227: «il difetto di qualità della cosa venduta [...] non può riguardare il suo valore economico, in quanto esso non attiene all'oggetto del contratto, ma alla sfera delle valutazioni delle parti». Si veda anche E. RUSSO, *op. cit.*, p. 446 in cui si cita anche Trib. Milano, 26 novembre 2001, secondo cui l'errore sulla consistenza patrimoniale del Gran Hotel Castelli 2000, e dunque l'oggetto mediato del contratto, è del tutto irrilevante. Nega l'applicabilità della disposizione sulla base della stessa motivazione anche G. CARULLO, *Osservazioni in tema di vendita della partecipazione sociale*, in *Giur. comm.*, 2008, p. 954 ss. specificatamente p. 959.

⁴⁸⁷ Si veda sul punto A. TINA, *Trasferimento di partecipazioni societarie: risoluzione del contratto per mancanza di qualità, aliud pro alio e annullamento del contratto per dolo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, XI, p. 565 ss.; M. PRATELLI, M. ROLI, *Tre sentenze di merito in tema di vendita di partecipazioni sociali*, in *Giur. comm.*, 2017, p. 421 ss.

sostanzialmente autosufficienti, in cui, mediante specifici impegni, il venditore assicura la consistenza del patrimonio sociale. Questo avviene mediante le “dichiarazioni e garanzie”, conosciute e mutate dalle *seller representation and warranties* anglo-americane⁴⁸⁸, che il venditore rilascia su richiesta dell’acquirente anche sulla base delle informazioni da questi apprese durante la fase di *due diligence*⁴⁸⁹. Emerge in questo contesto un importante punto di contatto tra i due argomenti, che vede la *due diligence* come fattore essenziale per il compratore al fine di richiedere a controparte il rilascio di garanzie su quegli aspetti che con l’indagine di *due diligence* sono emersi come critici. A titolo esemplificativo il venditore potrà così dichiarare e garantire che sono stati adempiuti gli obblighi verso il fisco, che i libri e i registri della società sono veritieri, e così via⁴⁹⁰.

Si noti fin da subito come fondamentale importanza rivesta la predisposizione espressa di tali impegni, in quanto la giurisprudenza tende ad escludere la presenza di garanzie in assenza di esplicite previsioni in tal senso: eventuali correlazioni tra prezzo e cespiti aziendali, infatti, non sono univocamente interpretabili come garanzia dell’alienante⁴⁹¹ e, proprio per questo, è la stessa giurisprudenza a suggerire di inserire nei contratti apposite clausole di garanzia.

Più nello specifico, le *representations*, note anche con il termine di *declarations* e in Italia tradotte con quello di “dichiarazioni”, sono - appunto- dichiarazioni di scienza con funzione descrittivo-ricognitiva su un fatto passato o presente, volte a fornire al compratore una rappresentazione della società *target* e a rassicurarlo circa l’opportunità dell’affare. Attraverso l’attività di *due diligence* il compratore, infatti, riesce ad informarsi su molti degli aspetti della attività della società bersaglio, riducendo di molto quell’asimmetria informativa che caratterizza il rapporto, ma rimane comunque ben difficile colmare appieno tale divario informativo. Anche se la *due diligence* consente di

⁴⁸⁸ Si noti come sebbene il termine per indicarle sia il medesimo profondamente diverse sono le conseguenze giuridiche che negli ordinamenti tali clausole producono C. MARTINETTI, in *Le garanzie delle garanzie e le clausole indennitarie in Le acquisizioni societarie* (opera diretta da) M. Irrera. Zanichelli, 2011, p. 226 nota 4.

⁴⁸⁹ S. TERSILLA, *Le clausole di garanzia nei contratti di acquisizione*, cit., p. 102.;

⁴⁹⁰ E. RUSSO, *op. cit.*, p. 453.

⁴⁹¹ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 258.

meglio individuare i rischi dell'operazione, sono soprattutto le *representations* a delineare dunque la consistenza del patrimonio sociale⁴⁹².

Le *warranties* sono, invece, promesse su fatti futuri, garanzie volte a tutelare l'affidamento del compratore sulle dichiarazioni del venditore, calando su quest'ultimo il rischio di una difformità rispetto alla situazione rappresentata⁴⁹³. Mentre quindi nell'ambito delle clausole di rappresentazione il dichiarante può esimersi dalla responsabilità, provando che l'inesattezza della dichiarazione dipende da un fatto a lui non imputabile, nelle clausole di garanzia, perciò, non vi è spazio: a prescindere da un giudizio di imputabilità il garante si assume il rischio del verificarsi, o non verificarsi, di un determinato evento⁴⁹⁴.

Anche queste, come le *representations*, sono fortemente legate alla *due diligence*. Se quest'ultima consente di scoprire molti aspetti della società, il compratore avrà comunque il timore di non essere a conoscenza di tutto e, proprio per questo, cercherà di ottenere una più o meno ampia serie di garanzie, proteggendosi, in questo modo, da eventuali sopravvenienze passive che potrebbero manifestarsi in futuro.

È usuale nella prassi distinguere tali *warranties* in due categorie, quella delle *business warranties* e quella delle *legal warranties*. Entrambe le categorie rivestono un ruolo fondamentale e indispensabile all'interno dei contratti di acquisizione⁴⁹⁵, ma si differenziano per la funzione svolta. La prima tipologia di garanzie, infatti, sono «*garanzie che il venditore dà al compratore sulla consistenza e sulle caratteristiche del patrimonio posseduto dalla società le cui azioni sono oggetto della compravendita*»⁴⁹⁶, sono dunque strettamente connesse all'aspetto patrimoniale della società; le *legal warranties*, invece, toccano un altro piano, quello della partecipazione, consistendo in garanzie con cui «*il venditore garantisce al compratore le caratteristiche e le qualità delle azioni vendute*»⁴⁹⁷.

⁴⁹² C. CONFORTINI, *op. cit.*, p. 574.

⁴⁹³ *Ivi*, p. 473-474.

⁴⁹⁴ M. SPERANZIN, *Le clausole relative all'oggetto "indiretto" (il patrimonio sociale); garanzie sintetiche e garanzie analitiche*, *cit.*, p.197.

⁴⁹⁵ Si veda ad esempio il grande spazio che ha queste è riconosciuto nei contratti.

⁴⁹⁶ F. BONELLI, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento: garanzie del venditore*, *cit.*, p. 301.

⁴⁹⁷ *Ibidem*.

1.3. *Le business warranties*

Le *business warranties*, proprio in virtù della loro funzione di attribuire rilevanza ad un elemento altrimenti ritenuto giuridicamente irrilevante, il patrimonio, rappresentano un aspetto di fondamentale importanza per il compratore e il corpo centrale del contratto di acquisizione⁴⁹⁸, tant'è che l'assenza di queste clausole è evento assai raro, riscontrabile in ipotesi del tutto remote, come quelle in cui il compratore abbia compiuto un'ampia e approfondita analisi della società o quando non vi sia il rischio di passività occulte, ipotesi insomma del tutto eccezionali e lontane dalla pratica⁴⁹⁹.

Le *business warranties* vengono solitamente distinte in sintetiche e analitiche⁵⁰⁰. Si tratta di una distinzione che, seppur puramente teorica e dottrinale e che non risponde alla pratica degli affari, in cui le due tipologie vengono solitamente utilizzate congiuntamente tra loro, rimane comunque utile ai fini di una piena comprensione del fenomeno e pertanto si ritiene utile darne conto.

Muovendo dalle prime, quelle sintetiche, queste sono garanzie formulate in maniera omnicomprensiva e generica, senza un esame particolareggiato delle diverse passività rispetto alle quali il compratore vuole essere garantito⁵⁰¹ e attraverso le quali il venditore si impegna a mantenere indenne il compratore in caso di differenze negative del patrimonio sociale⁵⁰². Quanto a queste garanzie, come detto, è raro

⁴⁹⁸ M. SPERANZIN, *Le clausole relative all'oggetto «indiretto» (il patrimonio sociale); garanzie sintetiche e garanzie analitiche*, in *Le acquisizioni societarie*, diretto da Irrera, Bologna, Zanichelli, 2011, p. 193 ss. La loro importanza si vede anche con riferimento al forte impatto che queste hanno sul prezzo come nota G. DE NOVA, *Il Sale and purchase agreement: un contratto commentato: lezioni di diritto civile*, cit., p. 160.

⁴⁹⁹ G. IORIO, *Vendita di partecipazioni sociali: garanzie contrattuali e termine di prescrizione*, in *Giur. it.*, 2014, p. 2406 ss., specificatamente p. 2409. Si noti come questa tipologia di clausola si ritrova, senza significative differenze, anche nell'ambito delle operazioni che coinvolgono società di persone (E. FREGONARA, *Le acquisizioni di quote di società di persone*, in *Le acquisizioni societarie* (opera diretta da) M. Irrera. Zanichelli, 2011. p. 348).

⁵⁰⁰ C. D'ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, cit., p. 80.

⁵⁰¹ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, cit. p. 239.

⁵⁰² A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 462.

trovarle in forma pura nella pratica degli affari: il venditore, al fine di ridurre i rischi di una loro applicazione, cercherà di introdurre limitazioni o correzioni, circoscrivendone l'ambito applicativo⁵⁰³. Le clausole a formazione analitica, invece, introducono discriminanti, correttivi e limitazioni alla responsabilità del venditore riferendosi a singole poste, anche mediante l'utilizzo di allegati⁵⁰⁴, che anche se separati dal corpo del contratto ne costituiscono elemento essenziale⁵⁰⁵. Non si va quindi a garantire la consistenza del patrimonio sociale, ma si tratta di specifiche previsioni in merito a determinate circostanze⁵⁰⁶, previsioni che per loro natura sono *self explanatory*, contenendo ciascuna pattuizioni a sé stanti e riguardanti precisi aspetti del contratto⁵⁰⁷. In via esemplificativa, rientreranno così nel primo tipo le clausole sulla veridicità di quanto attestato nei bilanci; nel secondo quelle relative a crediti oppure immobilizzazioni e così via.

Si noti, a tal proposito, come le citate clausole relative al bilancio ricoprano un ruolo nodale nell'economia del contratto difatti; pur non riflettendo il prezzo attribuito dalle parti alla società, sarà comunque uno dei fattori sulla base dei quali queste fondano le loro valutazioni, sicché una clausola sul bilancio garantisce al venditore la veridicità di uno dei parametri di maggior rilevanza nella valutazione⁵⁰⁸.

1.4. *Indemnity clauses e polizze W&I*

Con il termine *indemnity clauses* ci si riferisce a quel rimedio tipico dei contratti di acquisizione di partecipazioni volto a definire le conseguenze di eventuali difformità tra la reale situazione patrimoniale della società e la rappresentazione che di questa ne

⁵⁰³ P. CASELLA, *I due sostanziali metodi di garanzia al compratore*, in F. Bonelli, M. De André, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Giuffrè, 1990, p. 129 ss., specificatamente p. 136.

⁵⁰⁴ C. CONFORTI, *op. cit.*, p. 570.

⁵⁰⁵ D. PROVERBIO, *Le clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, p. 9.

⁵⁰⁶ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, *cit.*, 365.

⁵⁰⁷ P. CASELLA, *op. cit.*, p. 139.

⁵⁰⁸ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, *cit.*, p. 372 nota 249; Cass., 20 febbraio 2004, n. 3370, in *Giur. it.*, 2004, 997; Cass., 9 settembre 2004, n. 18181, in *Giust. civ. Mass.*, 2005; tuttavia anche diverse recenti pronunce sostengono questa linea di pensiero vedasi: Cass., 12 settembre 2019, n. 22790; Cass., 6 novembre 2014, n. 23649; Cass., 8 luglio 2015, n. 14255.

aveva fatto il venditore, emerse successivamente alla girata e alla consegna delle azioni compravendute⁵⁰⁹. Interesse delle parti in caso di vizi non è, infatti, quello della caducazione del contratto, quanto piuttosto un indennizzo. Le *indemnity clauses* si sostanziano proprio in questo, nel risarcimento a favore del compratore,⁵¹⁰ in un dovere a carico del venditore di tenere indenne l'acquirente da ogni difformità che si dovesse manifestare tra la situazione effettiva della società e quella dichiarata e garantita dal venditore⁵¹¹.

Ecco che è diventata prassi inserire nel *SPA* delle clausole volte a reintegrare la situazione patrimoniale della società in modo tale che questa venga riallineata al livello garantito dal venditore. Si noti sul punto come, proprio per questo, destinataria delle somme di indennizzo sarà la società stessa e non il *compratore*⁵¹².

Si osservi infine come nella maggior parte dei contratti di compravendita di azioni sono poi spesso previste anche clausole di *exclusive remedy* (dette anche clausole *no other remedy*) con cui si prevede che, per quanto concerne gli indennizzi, i rimedi previsti dal contratto sostituiscono ed escludono l'applicabilità di ogni altro rimedio previsto dalla legge⁵¹³. La presenza di tali clausole non è banale in quanto si ripercuote sia a livello pratico, escludendo i rimedi legali, compresa la risoluzione del contratto e le garanzie per mancanza di qualità, sia a livello teorico manifestando l'intenzione delle parti di escludere l'applicazione dei brevi termini di prescrizione e decadenza di cui all'art. 1495 cod. civ.⁵¹⁴.

Merita in questo contesto soffermarsi sul tema delle polizze assicurative *warranty & indemnity (W&I)*. Si tratta di uno strumento di gestione del rischio per mezzo

⁵⁰⁹ S. EREDE, *Durata delle garanzie e conseguenze della loro violazione*, in F. Bonelli, M. De André, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Giuffrè, 1990, p. 197 ss.; G. Buset, *Vendita di partecipazioni sociali di "controllo" e garanzie patrimoniali: rassegna critica*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, p. 355 ss., specificatamente p. 361, che evidenzia come queste clausole abbiano la funzione di integrare e completare le *business warranties*.

⁵¹⁰ G. DE NOVA, *op. cit.*, p. 183.

⁵¹¹ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, *cit.*, p. 482.

⁵¹² D. PROVERBIO, *Le clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, *cit.*, p. 79 s.

⁵¹³ F. BONELLI, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento: garanzie del venditore*, *cit.*, p. 313.

⁵¹⁴ *Ibidem*.

delle quali i contraenti trasferiscono il rischio dell'eventuale inesattezza o difformità delle dichiarazioni e garanzie verso la compagnia assicurativa⁵¹⁵.

Anche questo strumento è nato e si è diffuso nell'ambito delle operazioni di M&A anglo-americane⁵¹⁶ ma che inizia a diffondersi anche in Europa dove è presente in circa il 20% dei *deal*⁵¹⁷.

Tali polizze assumono rilevanza soprattutto nella prospettiva del venditore. Per mezzo di esse questi trasferisce infatti, il rischio circa l'inesattezza delle dichiarazioni e garanzie in capo ad un soggetto terzo che, a fronte del pagamento di un prezzo, assume l'obbligo di tenere indenne il compratore. Appare quindi immediatamente il vantaggio che il venditore ne ricava non essendo più esposto al rischio di dover pagare per le inesattezze di quanto da lui dichiarato e garantito⁵¹⁸, realizzando dunque una “*clean exit*”⁵¹⁹.

⁵¹⁵ P. RAINELLI, *Le polizze assicurative “Warranty and Indemnity” nelle compravendite di partecipazioni societarie*, in *Assicurazioni*, III, 2022, p. 437 ss., specificatamente p. 438; M. HYATT, *Warranty and Indemnity Insurance: Proliferation of Moral Hazard or Legitimate Risk Mitigation Tool?*, in *University of San Francisco Law Review*, 2017, vol. 51, p. 127 ss., specificatamente p. 129.

⁵¹⁶ J. CHAPMAN, J. WHALEN, B. BODURIAN, *Representations and Warranties Insurance in M&A Transactions*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2017, dove «RWI has gained market acceptance over the last few years». M. HYATT, *op. cit.*, p. 127 per cui «We are seeing an increase in the popularity of W&I insurance across the globe».

⁵¹⁷ Anche in Europa si riscontra un *trend* in crescita infatti «[T]here has been a big uptick in [...] Europe during the last five years», Rod Brown, *The Rise of Warranty and Indemnity Policies in M&A Deals*, *Latham & Watkins*, (17 settembre 2014) (reperibile al seguente indirizzo lv.com/thoughtLeadership/warranty-indemnity-policies-m-and-a-deals). Tuttavia, due fattori è importante sottolineare. Il primo attiene al fatto che in Europa «the minimum premium is about 40,000 euros, which means small deals below 3 million euros are not economically practical when broker fees and taxes are applied» (M. HYATT, *op. cit.*, p. 132). Il secondo alla scarsa diffusione dello strumento la quale costituisce anche uno dei principali problemi dello stesso che non conosce in Italia né un'esperienza applicativa ampia né significativi precedenti giurisprudenziali o arbitrali (P. RAINELLI, *op. cit.*, p.464).

⁵¹⁸ J. CHAPMAN-J. WHALEN-B. BODURIAN, *op. cit.*, «Using RWI to limit or eliminate the seller's liability for rep breaches obviously benefits the sellers».

⁵¹⁹ Inoltre, il vantaggio per il venditore deve essere letto anche nella prospettiva dell'incasso del prezzo della compravendita. Solitamente, infatti, un altro modo che il compratore può utilizzare per tutelarsi è quello di depositare parte del prezzo in un *escrow account*. Per mezzo delle polizze in parola invece tale necessità verrà arginata potendo così il venditore incassare da subito la somma, fattore questo di fondamentale rilievo quando nella posizione di *seller* sia un fondo di investimento (Jorg Lips, *W&I-insurance in M&A-transactions: effective protection of superfluous product?*, *Lexology* (31 luglio 2013), reperibile al seguente indirizzo perma.cc/B8KH-SHRT). Negli stessi termini e per ulteriori vantaggi si veda R.

Si noti come anche il rilascio delle polizze assicurative *warranty & indemnity* è fortemente legato allo svolgimento della *due diligence* se questo sotto due punti di vista.

Il primo attiene all'indagine che l'assicuratore conduce prima di rilasciare la polizza. Tale indagine, sebbene non sovrapponibile a quella che viene svolta in sede di *due diligence* presenta comunque con essa importanti similarità.

Si noti a riguardo come a differenza di quanto avveniva precedentemente negli ultimi dieci anni la valutazione del rischio fatta dall'assicuratore per esigenze di celerità non viene più fatta con una autonoma *due diligence* ma si baserà su quella già condotta dall'acquirente⁵²⁰ e, proprio per questo, l'assicuratore richiederà l'accesso alla *data room*, i *report* di *due diligence* nonché copia delle bozze del contratto⁵²¹.

Il secondo punto di contatto si emerge nelle ipotesi di polizze *buyer side*, ossia quelle ipotesi in cui invece la polizza sia stipulata, come normalmente avviene⁵²², dal compratore per avere certezza di vedersi pagare l'indennizzo in caso di violazione delle dichiarazioni e garanzie. In questo contesto la polizza non coprirebbe il compratore qualora questi agisse in mala fede.

Le polizze W&I vanno infatti lette anche alla luce dell'art. 1900 cod. civ. per cui «L'assicuratore non è obbligato per i sinistri cagionati da dolo o da colpa grave del contraente, dell'assicurato o del beneficiario [...]» e degli artt. 1892 e 1893 cod. civ. La prima disposizione, infatti, prevede come le dichiarazioni inesatte e le reticenze del contraente, da una

MISHRA, *Transaction Liability Insurance: Optimizing the Risk Allocation in New-Age M&A Deals*, in *Bus. Law Intern.*, 2019, vol. 20, p.165 ss., specificatamente p. 166).

⁵²⁰ S.J. GRIFFITH, *Deal Insurance: Representation and Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions*, in *Minn. Law Rev.*, 2020, vol. 104, p. 1839 ss., secondo cui: «insurers learned to underwrite the product faster, largely by free-riding upon the underlying due diligence of the parties themselves rather than undertaking an extensive due diligence effort of their own».

⁵²¹ M. HYATT, *op. cit.*, p. 135 «The insurers need to review the transaction, all of the due diligence documents, reports from experts and conduct their own diligence, which may spur additional questions for either party that were not covered in the parties diligence». Sul punto si veda anche C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, Milano, 2020, p. 321.

⁵²² P. RAINELLI, *op. cit.*, p. 442, secondo cui «la larghissima maggioranza delle polizze W&I è oggi sottoscritta dagli acquirenti». Identiche considerazioni si trovano anche in M. HYATT, *op. cit.*, p. 130 L'A. attribuisce tale popolarità al fatto che «if a claim arises, the buyer does not have to deal with the seller at all, they simply work with the insurance broker or underwriter to seek recovery. At first glance, this advantage might seem frivolous, but many times the seller no longer has any assets after these sales or is shielded from liability-making recovery very difficult or impossible».

gravità tale che senza di esse l'assicuratore non avrebbe concluso il contratto, o non lo avrebbe concluso alle medesime condizioni, sono causa di annullamento del contratto, qualora il contraente abbia agito con dolo o colpa grave; la seconda prevede invece che quest'ultimo possa recedervi qualora, non essendo affette da colpa grave o dolo, le dichiarazioni reticenti. Proprio al fine di prevenire eventuali contestazioni da parte dell'assicuratore in caso di violazione si realizzi sarà opportuno per l'acquirente coinvolgere l'assicuratore già nello stesso processo di *due diligence* per evitare che questi in tale circostanza possa sollevare il difetto di conoscenza⁵²³.

1.5. *Le legal warranties*

Chiarito che oggetto del contratto di acquisizione sono le partecipazioni, sarà a questo punto facile riconoscere il ruolo di primaria importanza che rivestono le garanzie legali. Queste sono molteplici e non è possibile trattarle tutte in questa sede, ci si sofferma dunque su alcune di esse. Particolare importanza è ricoperta da quelle che ineriscono alla piena ed esclusiva proprietà del venditore sulle partecipazioni, nonché quelle che attestano l'assenza di comproprietà sulle stesse. Altra *legal warranty* è quella con cui il venditore assicura l'intera liberazione della partecipazione oggetto di compravendita, ovvero l'avvenuto pagamento dell'intero ammontare dei conferimenti in denaro, evitando così che il compratore in futuro possa essere chiamato, *ex art. 2356 cod. civ.* a versare quanto ancora dovuto⁵²⁴. Sempre nelle *legal warranties* rientrano anche

⁵²³ Si noti per completezza come il discorso circa le polizze *W&I* dove essere letto anche alla luce dell'articolo 4, comma 2, del Regolamento ISVAP 29/2009 circa i rischi che l'assicuratore può assumersi nell'ambito di operazioni straordinarie d'impresa come quella di acquisizione di cui si discute. Il comma menzionato prevede infatti come «[...] *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*». L'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni in una *FAQ* ha chiarito come per quanto riguarda le polizze *buyer side* queste possano essere concesse «*laddove basate su circoscritti ed individuati impegni non derivanti da valutazioni, suscettibili di un'adeguata stima attuariale del rischio e idonee a dar luogo a indennizzi non coincidenti con il corrispettivo dell'operazione straordinaria di impresa*».

⁵²⁴ M. CALLEGARI, *op. cit.*, p. 186.

quelle clausole mediante le quali il venditore assicura il compratore circa l'assenza di diritti reali minori spettanti a terzi⁵²⁵.

Quanto appena detto non sembra essere particolarmente innovativo prevedendo già la disciplina codicistica delle tutele simili. Ad esempio, quanto alla prima tipologia di garanzia menzionata, la garanzia sulla proprietà, come è ben noto, già nel Codice civile sono previste forme di tutela agli artt. 1478 e 1479, che consentono al compratore di ottenere la risoluzione del contratto e il risarcimento dei danni qualora la cosa a lui vendutagli non fosse di effettiva proprietà del venditore.

Analoga a questa situazione è quella in cui la partecipazione sia parzialmente di proprietà di altri soggetti. Troverà applicazione in questo caso la disposizione di cui all'art. 1480 cod. civ.: il compratore potrà così ottenere il risarcimento del danno, alla quale si aggiunge anche la risoluzione del contratto quando non avrebbe acquisito la cosa senza quella parte di cui non è divenuto proprietario.

Ancora, il Codice disciplina per mezzo degli artt. 1482 e 1489 con il primo, le ipotesi in cui la cosa sia gravata da garanzie reali, pignoramenti o sequestri della cosa, non dichiarati dal venditore e ignorati dal compratore, il quale potrà sospendere il pagamento del prezzo e con la seconda l'ipotesi in cui la cosa sia gravata da oneri o da diritti reali o personali non apparenti, consentendo al compratore possa la risoluzione del contratto oppure la riduzione del prezzo.

Da una seppur rapida analisi della disciplina codicistica, sembrerebbe emergere un quadro di completezza e di pienezza di tutela per il compratore. Lo confermano anche alcuni Autori, indotti a ritenere la predisposizione di queste clausole sostanzialmente superflua, affermando come le stesse non avrebbero altro effetto se non «*quello di riproporre a livello di normativa contrattuale [...] il regime ordinario sulla mancata attuazione, completa o parziale, dell'effetto traslativo di cui agli artt. 1478 ss. c.c.*»⁵²⁶.

Se questo è vero, quello che ci si deve domandare è come mai invece nella prassi delle acquisizioni tali garanzie legali assumano un ruolo non trascurabile nella

⁵²⁵ G. IORIO, *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, cit., p. 209.

⁵²⁶ R. PISTORELLI, *Le garanzie «analitiche» sulle voci della situazione patrimoniale di riferimento*, in F. Bonelli, M. De André, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Giuffrè, 1990, p. 155 ss.

negoziiazione e come mai a queste si dedichi significativo spazio nell'ambito del SPA⁵²⁷. La risposta a questa domanda è stata fornita da altri Autori. A ben guardare, in realtà, l'orientamento di cui si discute, la predisposizione di simili pattuizioni non risulterebbe superflua, servendo, invece, a rendere «*certa e sicura una tutela altrimenti solo eventuale e subordinata alle condizioni di cui agli artt. 1479 primo comma e 1480 c.c.*»⁵²⁸. L'inserimento e l'importanza di queste clausole deve essere letto dal punto di vista della prova, attestando queste, per un verso, che al momento del contratto il *buyer* ignorava la non titolarità della partecipazione in capo al venditore, rendendo così incontestabile il suo diritto a risolvere il contratto e ottenere i rimedi risarcitori; per l'altro, che non avrebbe acquistato le quote senza quella parte di cui non è divenuto titolare, perché non di proprietà del *seller*, evitando di essere così pregiudicato a priori della possibilità di ricorrere alla risoluzione⁵²⁹.

I vantaggi non si limiterebbero però solo a quanto detto: anche con riferimento all'assenza di vincoli, gravami e pretese di terzi sulle partecipazioni, la disciplina codicistica potrebbe sembrare completa. In realtà anche in questo contesto le *legal warranties* non sono inutili: la presenza delle clausole agevolerà infatti l'acquirente nel provare l'ignoranza sulle circostanze dedotte con la garanzia.

Sul punto alcuni autori hanno osservato come le dichiarazioni rese dal venditore avrebbero un ruolo quasi di stile, essendo l'operazione di acquisizione ormai sempre preceduta da estese attività di *due diligence*⁵³⁰, da cui tali problematiche non potrebbero non emergere, cosicché sarebbe poco plausibile che simili circostanze

⁵²⁷ Si veda ad esempio la clausola di “*Ownership*” del *Sale and Purchase Agreement* commentata in G. DE NOVA, *Il Sale and purchase agreement: un contratto commentato: lezioni di diritto civile. 3. ed. aggiornata e ampliata*, cit., p. 263.

⁵²⁸ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 334.

⁵²⁹ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 355; M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, cit., p. 76.

⁵³⁰ Chiaramente ci si pone nella prospettiva di una *due diligence* preventiva, nel caso invece di *due diligence* successiva tale problematica non verrebbe in rilievo (A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 339, nota 160).

rimanessero sconosciute all'acquirente⁵³¹. Secondo altri Autori⁵³², invece, tali considerazioni non sarebbero pienamente condivisibili: ragionando in termini di clausole di stile, si priverebbero di ogni effetto le garanzie stesse. Per tale preferibile linea interpretativa sarebbe più corretto guardare tali previsioni in vista della interpretazione (art. 1362 cod. civ.) e della conservazione (art. 1367 cod. civ.) delle clausole di garanzia. L'interprete non potrebbe invero fondare un giudizio avulso e aprioristico rispetto al teso contrattuale⁵³³: dalla volontà delle parti nelle dichiarazioni dell'alienante si deve infatti ravvisare la volontà di questi di assumersi l'obbligo di liberare le azioni da oneri, vincoli e garanzie conosciute dall'acquirente. Solo in questo modo si interpreterebbe il contratto secondo la comune intenzione delle parti (volta ad attribuire funzione centrale alle clausole) e nel principio di conservazione del contratto, e dunque interpretando le clausole nel senso produttivo di effetti piuttosto che nel senso in cui non ne avrebbero alcuno⁵³⁴.

Sempre all'interno delle *legal warranties*⁵³⁵ vengono poi inserite quelle attestazioni del venditore relative alla società con cui se ne assicura il *good standing*. Si tratterà di clausole relative alla regolare costituzione della società, alla sua operatività, all'insussistenza di procedure di liquidazione o concorsuali⁵³⁶. Anche con riferimento a queste, a prima vista, si potrebbe ritenere, come per le *legal warranties* sopra viste, la superfluità. Come è noto il compratore deve garantire che la cosa venduta sia immune

⁵³¹ D. PROVERBIO, *Le clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, cit., p. 45.

⁵³² A. TINA, *ult. op. cit.*, p. 337; G. IORIO, *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, cit., p. 213.

⁵³³ D. PROVERBIO, *ult. op. cit.*, p. 213.

⁵³⁴ Sul punto anche G. BONILINI, *Le clausole contrattuali c.d. di stile*, in *Riv. trim. dir. civ.*, 1979, p. 1190 ss., specificatamente p. 1206 s., secondo cui «[il principio di conservazione del contratto] non autorizza minimamente il giudice a trascurare una clausola interdicondendo la possibilità di generare effetti in quanto se deve ritenere che se essa è stata inserita in contratto un qualche effetto, una qualche utilità si deve presumere che i contraenti con la stessa volessero raggiungere».

⁵³⁵ Si noti come secondo S. TERSILLA, *Le clausole di garanzia nei contratti di acquisizione*, cit., p. 120, invece tali garanzie si collocherebbero a mezza via tra quelle legali e quelle patrimoniali non riguardando la qualità della partecipazione ma nemmeno le singole voci di bilancio.

⁵³⁶ M. CALLEGARI, *op. cit.*, p. 182. Inoltre, vedasi, ad esempio, la clausola "*Company*", in DE NOVA, *op. cit.*, p. 264, secondo cui «*The Company is a joint stock corporation duly incorporated, validly existing and in good standing under the Law of Italy and has full power and authority to conduct the Business as presently conducted*».

da vizi che la rendano inidonea all'uso a cui è destinata o ne diminuiscano in modo apprezzabile il valore *ex art.* 1490 cod. civ., nonché la possibilità di rinvenire, nei casi più gravi, un'ipotesi di *aliud pro alio*⁵³⁷. Così come per le altre garanzie, però, anche qui una simile *warranty* non è a ben vedere superflua. Avrà come importante effetto quello di eliminare la necessità di accertare la gravità dell'inadempimento (art. 1455 cod. civ.), che deriverebbe dal trasferimento di azioni di società con oggetto sociale diverso o impossibilità di esercitare l'attività, evitando inoltre di dover valutare se l'acquirente fosse a conoscenza o meno dell'effettiva situazione della società⁵³⁸.

Sul punto si noti come parte della dottrina⁵³⁹ rileva come sarebbe invece opportuno ricondurre la fattispecie nell'alveo della mancanza dei vantaggi promessi (art. 1489 cod. civ.), applicandosi così le norme in tema di inesattezze o irregolarità giuridiche⁵⁴⁰.

Indipendentemente dalla tesi accolta l'importanza della specifica garanzia rimane comunque centrale, consentendo di tutelare il cessionario «*indipendentemente da un giudizio di imputabilità dell'inadempimento in capo all'alienante, ai fini sia della risoluzione del contratto sia, più verosimilmente, dell'azione di risarcimento del danno subito*»⁵⁴¹.

2. Garanzie e due diligence

2.1. Mancato o incompleto svolgimento della due diligence

Nel rapporto tra garanzie e *due diligence* si pone come primo tema quello del mancato svolgimento della stessa. Ci si chiede sostanzialmente se la mancata indagine da parte del compratore possa escluderne o limitarne i relativi diritti.

Questa conclusione potrebbe, infatti, emergere da una duplicità di motivazioni. La prima discende dall'art. 1491 cod. civ., disposizione dalla quale deriverebbe l'onere per

⁵³⁷ Mette in luce tale problematicità TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 344.

⁵³⁸ A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, cit., p. 344.

⁵³⁹ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, cit., p. 84.

⁵⁴⁰ L'A. in *Compravendita «non convenzionalmente garantita» di partecipazioni sociali di «controllo»*, cit., p. 477 s. mette in luce come, comunque, non rilevino le circostanze che incidono solo sul valore economico della partecipazione, aspetto che attiene alla sfera motivazionale delle parti.

⁵⁴¹ A. TINA, *ult. op. cit.*, p. 346.

il compratore di esaminare l'oggetto del contratto, mentre, la seconda, ravvisando nell'indagine di *due diligence* un comportamento dovuto per la parte al momento dell'acquisizione.

Come rilevato dalla dottrina più attenta⁵⁴², tali motivazioni non possono essere accolte: dal mancato espletamento della *due diligence* non deriverebbe dunque alcun pregiudizio ai diritti del compratore, ma solo il pregiudizio fattuale del non poter contrattare con piena cognizione di causa sulle garanzie e sul prezzo. Tale conclusione discende da un lato, dal fatto che, se la garanzia è esclusa quando al momento del contratto i vizi erano conosciuti o facilmente riconoscibili, allora non si può ritenere sussista tale obbligo o onere⁵⁴³. Dall'altro lato nemmeno si può ravvisare nella *due diligence* un comportamento dovuto per il compratore, posto che non è previsto nel nostro ordinamento un obbligo per il compratore di effettuare la *due diligence*⁵⁴⁴. Inoltre, a tale conclusione si aggiunga come le operazioni di acquisizione si connotano per singolarità e criticità che variano notevolmente di caso in caso nonché dagli ingenti costi che le analisi di *due diligence* richiedono alla parte di sostenere⁵⁴⁵.

Sarà quindi solamente sotto il punto di vista interno della società *buyer* che tale eventualità potrà venire rilevata. Alla luce di quanto emerso nel capitolo 2 paragrafo 2, il mancato svolgimento della *due diligence* prima di procedere all'operazione potrà costituire invero elemento centrale nel valutare la condotta (non diligente) degli amministratori.

Occorre poi prendere in considerazione la situazione in cui la *due diligence* fosse stata condotta in maniera negligenzemente incompleta da parte del venditore, e valutare le conseguenze che deriverebbero nel caso emergessero delle disparità del patrimonio

⁵⁴² M. SPERANZIN, *Le clausole relative all'oggetto "indiretto" (il patrimonio sociale); garanzie sintetiche e garanzie analitiche*, cit., p. 346.

⁵⁴³ *Ivi*, p. 347.

⁵⁴⁴ Tale affermazione appare in maniera chiara in App. Firenze, 14 ottobre 2020, n. 79, dove la Corte afferma come «L'obbligo di *due diligence* non è previsto dalla legge».

⁵⁴⁵ M. SPERANZIN, *ult. op. cit.*, p. 348. L'A. metteva in luce come simili conclusioni forse sarebbero state messe in discussione con il consolidamento della pratica di *due diligence*. Ad oggi, tuttavia, tale eventualità non sembra si sia ancora realizzata.

rispetto a quanto garantito⁵⁴⁶. Quali siano le conseguenze sul punto è dubbio⁵⁴⁷. Secondo un certo orientamento, infatti, in queste situazioni non potrebbe non derivarne una limitazione nel diritto all'indennizzo. Una simile conseguenza si giustifica su tre rilievi. Il primo attiene al dovere di informarsi, che ricadrebbe in capo al compratore già come dovere precontrattuale, il secondo dalla messa a disposizione dei documenti e notizie relative alla società da parte del venditore e il terzo dalla colpa del venditore per aver svolto una *due diligence* incompleta.

A tale ricostruzione se ne contrappone una seconda la quale, al contrario, esclude che un'incompletezza dell'attività d'indagine da parte dell'acquirente possa riflettersi sui doveri informativi in capo al venditore da un lato, e sui diritti del compratore dall'altro, ritenendo come una tale *due diligence* faccia, all'opposto, espandere il dovere di informazione in capo all'alienante. Questa seconda impostazione è anche supportata dal fatto che per il compratore non esiste un onere di controllare il bene, sicché un trattamento sfavorevole non sarebbe giustificato.

È piuttosto da un punto di vista interpretativo e probatorio che il mancato esperimento della *due diligence* produrrà i suoi effetti. Quanto al primo ambito, escluderà così che il venditore abbia tenuto un comportamento doloso o in mala fede durante le trattative⁵⁴⁸; quanto al secondo, quello probatorio, più immediata risulterà la prova della facile riconoscibilità dei vizi che escluderebbe il diritto all'indennizzo.

2.2. La rilevanza probatoria della *due diligence*

Un tema che nell'ambito delle trattazioni in tema di *due diligence* solitamente non trova ampio spazio, ma che invece riveste importante significatività è quello legato alla rilevanza che tale indagine assume sotto il profilo probatorio. In particolare, dal

⁵⁴⁶ Della problematicità ne dà atto M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, cit., p. 350-356.

⁵⁴⁷ P. MAMMOLA, *op. cit.*, p. 18 dove «*Whether a negligent (or incomplete) due diligence would limit seller's liability is arguable*».

⁵⁴⁸ M. SPERANZIN, *ult. op. cit.*, p. 355.

contegno che le parti hanno tenuto in sede di *due diligence* dottrina⁵⁴⁹ e giurisprudenza⁵⁵⁰ riconoscono possa derivarne una prova o comunque un principio di prova.

Tale significatività è stata anzitutto messa in luce dalla Cassazione⁵⁵¹. Nel caso in questione il compratore lamentava di aver confidato nella veridicità e correttezza dei bilanci e del conto economico della società ceduta, i quali invece si scoprì occultavano significative passività. La Corte nel dare soluzione alla controversia si sofferma anche sulla rilevanza che la *due diligence* assume in queste circostanze. Nel ricostruire il percorso argomentativo sviluppatosi in sede di merito, la Cassazione attribuisce rilevanza alla scarsa importanza che in sede di *due diligence* lo studio di commercialisti, incaricato dall'acquirente, aveva attribuito, per scelta, alle scritture contabili della società *target*. In particolare, viene messo in luce come la Corte di merito avesse desunto del contegno tenuto dalle parti in sede di *due diligence* lo scarso interesse al bilancio. Questa aveva infatti «ritenuto significativo [...] che una indagine preventiva che normalmente viene estesa (come non ha mancato di precisare) alla verifica di tutte le condizioni economico-patrimoniali della società da acquistare, non lo sia stata in questo caso per scelta della stessa acquirente»⁵⁵².

La rilevanza che la *due diligence* assume anche sotto il punto di vista probatorio emerge anche in quei casi in cui il *buyer* agisce in giudizio per la riduzione del prezzo e il risarcimento dei danni subiti e derivanti da un'esposizione tributaria non contabilizzata, sostenendo che questa non sarebbe neppure potuta emergere attraverso l'indagine di *due diligence*⁵⁵³. Nel caso di specie il Tribunale⁵⁵⁴, dopo aver rammentato che la consistenza patrimoniale assume rilievo solo per il tramite di specifiche garanzie sul punto, esclude che, in mancanza di una prova del danno, le doglianze

⁵⁴⁹ A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, cit., p. 24 nota 66.

⁵⁵⁰ Per un primo rilievo si veda la sentenza del Trib. Milano, 16 giugno 2009, che attribuisce rilievo al fatto che fosse stata condotta una «adeguata *due diligence*».

⁵⁵¹ Cass., 18 febbraio 2016, n. 3186. Si noti sul punto come la sentenza risulti anche rilevante in tema di responsabilità degli amministratori.

⁵⁵² In particolare, era emerso nell'interrogatorio non formale del rappresentante legale della società *buyer*, dal quale la Cassazione ritiene legittimato che il giudice di merito tragga il proprio convincimento, che in sede di *due diligence* ci si fosse concentrati solamente sugli assetti legati al *know how* senza approfondite indagini sulla consistenza patrimoniale.

⁵⁵³ In particolare, la parte attrice rilevava che la *due diligence* non avrebbe potuto mettere in luce tali criticità a causa della assoluta mancanza di qualsivoglia evidenza di cartelle esattoriali.

⁵⁵⁴ Trib. Catania, 29 maggio 2017, n. 2518.

dell'acquirente non possono essere accolte dovendosi quindi rigettare la domanda di riduzione del prezzo e quella di risarcimento del danno.

Si noti infine come il tema, lungi dall'essere poco centrale, è stato anche oggetto della giurisprudenza amministrativa, la quale ha attribuito fondamentale importanza allo svolgimento della *due diligence* da parte della società *buyer* al fine di escludere la non conoscenza di determinate circostanze. Secondo tale orientamento infatti «*tutte le aziende (nessuna esclusa) che subentrino, fisicamente o giuridicamente ad un'altra, non possono invocare a loro vantaggio il fatto che l'inquinamento sia ascrivibile a precedenti attività sul sito. Infatti, in quanto subentranti, non possono ignorare la situazione ambientale del sito in considerazione della pratica normalmente adottata in modo sistematico dalle aziende e riferibile alla cosiddetta due diligence, con specifico riferimento a quella ambientale*»⁵⁵⁵.

Quello che in conclusione è dunque bene mettere in luce è il significativo ruolo che allo svolgimento della *due diligence* e al contegno tenuto dalle parti in tale sede viene attribuito tanto in ambito civile quanto amministrativo, potendo andare ad incidere non solo da un punto di vista fattuale ma anche giuridico sulla conoscenza-conoscibilità di determinate circostanze.

2.3. La *due diligence* e l'art. 1491 cod. civ.

Un'ulteriore importante questione su cui è necessario a questo punto soffermarsi è quella relativa al rapporto che intercorre tra garanzie, *due diligence* e conoscenza del vizio. Come ormai chiaro, attraverso l'esperienza della *due diligence* il compratore viene a conoscenza di un'importante mole di dati e notizie sulla società, specie nel contesto attuale dove, tale analisi, è diventata sempre più penetrante e precisa. Il problema che a questo punto si pone è se la vasta conoscenza che il compratore acquisisce della società *target* attraverso la *due diligence* possa, in qualche

⁵⁵⁵ T.A.R., Napoli, 2 luglio 2012, n. 3116.

modo, incidere sui diritti nascenti dalle garanzie e, in particolare, se gli impedisca di richiedere l'indennizzo per i fatti a lui noti, in quanto mediante tale indagine appresi⁵⁵⁶.

Il dubbio sembrerebbe dover ottenere risposta affermativa: le informazioni apprese in sede di *due diligence* costituirebbero, quindi, limite agli obblighi del venditore, che non sarebbe chiamato a rispondere su quanto conosciuto dal compratore. La soluzione poggia sull'art. 1491 cod. civ., secondo cui non è dovuta la garanzia se al momento del contratto il compratore conosceva i vizi della cosa o questi erano da lui facilmente riconoscibili⁵⁵⁷. Di conseguenza, anche se il vizio rientra nella garanzia, la sua conoscenza da parte del garantito si atteggia a causa esimente della responsabilità del garante. Ebbene, essendo il contratto di acquisizione di cui si discute preceduto solitamente dalla scrupolosa attività di *due diligence* è quanto meno dubitabile, in via di prima approssimazione, che i vizi, specie quelli facilmente riconoscibili, siano rimasti sconosciuti al compratore⁵⁵⁸. Come sostenuto da autorevole dottrina, infatti, «*se si considera che causa esimente della responsabilità del venditore anche i vizi che dal compratore erano conoscibili con l'ordinaria diligenza, il primo sarà esente da responsabilità anche per i vizi e passività che erano rilevabili da un acquirente diligente nella fase di analisi del patrimonio sociale prima dell'acquisto (la c.d. due diligence)*»⁵⁵⁹.

Se questo fosse vero, al venditore basterebbe dunque provare l'avvenuto esperimento della *due diligence* per impedire al compratore di richiedere l'indennizzo⁵⁶⁰. Questa conclusione poggia inoltre su di un secondo principio, il divieto di venire *contra factum proprium* ossia l'impossibilità per il compratore di far valere successivamente i diritti che le clausole gli attribuiscono⁵⁶¹.

⁵⁵⁶ La problematica riveste tra l'altro importanza attuale anche con riferimento all'utilizzo che in tale sede inizia ad essere fatto di particolari *software* di intelligenza artificiale che potrebbero da un lato modificare il parametro della conoscibilità di certi dati e dall'altro quello della diligenza media dell'acquirente.

⁵⁵⁷ Chiaramente il garante è liberato anche nel caso in cui il rischio garantito non si verifica.

⁵⁵⁸ F. L. GAMBARO, *Brevi considerazioni in tema di così detta due diligence*, in *Riv. dir. Priv.*, 2006, p. 897 ss., specificatamente p. 919.

⁵⁵⁹ E. RUSSO, *op. cit.*, p. 473.

⁵⁶⁰ G. IORIO, *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, *cit.*, p. 215; M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, *cit.*, p. 336.

⁵⁶¹ M. SPERANZIN, *ult. op. cit.*, p. 337; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano, 2003, p. 111.

Chiarito quello che è il problema sotto un punto di vista teorico, è ora necessario vedere come questo si rifletta da un punto di vista pratico. Una prima situazione che si potrebbe presentare è quella del contratto di acquisizione che non preveda al suo interno alcun tipo di garanzia. In questo caso nessuna garanzia sarà dovuta, non potendosi invocare, come visto, l'applicazione delle norme codicistiche⁵⁶². Tralasciando questa ipotesi del tutto di scuola, essendo quanto meno improbabile che un contratto di acquisizione di partecipazioni societarie, specie se di maggioranza, non contenga pattuizioni in tal senso, occorre invece soffermarsi sull'ipotesi in cui il SPA, al contrario, preveda una serie più o meno ampia di garanzie. In questa ipotesi «*se, da un lato, potrebbe risultare arduo che con una clausola di warranties e representations lunga quindici o venti pagine il venditore intenderebbe limitarsi e promettere alcune particolari qualità della cosa venduta, dall'altro lato altrettanto arduo sarebbe sostenere che uno stuolo di avvocati, revisori, commercialisti e consulenti finanziari non si sia potuto accorgere che i bilanci della società compravenduta fossero del tutto falsi*»⁵⁶³.

Proseguendo poi nell'analisi dell'art. 1491 cod. civ. viene in riferimento quella parte della disposizione per cui della garanzia per vizio facilmente riconoscibile non verrebbe meno nel caso in cui il venditore avesse dichiarato, in maniera espressa e specifica⁵⁶⁴, che la cosa era esente da vizi. Quello che ci si chiede è insomma cosa succeda quando con la *due diligence* non siano emersi vizi facilmente riconoscibili e il venditore abbia fornito espressa garanzie. La prova di una tale eventualità, e quindi di una non conoscenza, risulta, come si accennava, quanto meno complessa posto che l'acquirente in questa tipologia di operazioni raramente non è assistito da una schiera di avvocati, consulenti e commercialisti specializzati⁵⁶⁵.

⁵⁶² A tal riguardo, oltre a quanto già evidenziato nel primo paragrafo del presente capitolo, si veda anche Trib. Catania, 19 maggio 2017, n. 2518 che offre un'ampia ricostruzione sul punto.

⁵⁶³ F.L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 919.

⁵⁶⁴ Si veda ad esempio Cass., 2 aprile 1997, n. 2862 in *Giustizia civ. Mass.* 1997, p. 517 ss., in cui la Cassazione afferma come «*affinché in presenza di vizi facilmente riconoscibili, sorga l'obbligo di garanzia in capo al venditore non è sufficiente la dichiarazione di quest'ultimo circa il buon funzionamento della cosa venduta [...] richiedendosi invece per il sorgere dell'obbligo sopraindicato una specifica assicurazione sull'assenza di vizi, con la quale il venditore determina un particolare affidamento del compratore, indotto a soprassedere all'esame della cosa e quindi a non scoprirne gli eventuali vizi*».

⁵⁶⁵ F.L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 919.

Il problema che si sta affrontando ha visto anche di recente delle ricadute pratiche. Ci si riferisce anzitutto a una pronuncia del Tribunale di Milano⁵⁶⁶, dove, in una controversia legata alla compravendita assistita da garanzie del 90% delle azioni di una società, la Corte meneghina statuì come *«pur non potendosi seguire, in via generale, la prospettazione della convenuta [la società seller] in ordine a una complessiva valenza scriminante di tale due diligence rispetto alle clausole di garanzia negoziali che tale valenza non prevedono, deve comunque ritenersi che tale scelta contabile sia stata valutabile ex ante dall'acquirente e per così dire quindi assodata e implicitamente accettata al momento dell'acquisto»*.

Anche per la Cassazione, inoltre, attraverso lo svolgimento dell'analisi di *due diligence*, il compratore si mette nella condizione di formarsi un convincimento sulla attendibilità o meno delle dichiarazioni rilasciate dal venditore circa le prospettive reddituali della società. Ciò ha come conseguenza che, qualora quanto dichiarato dal venditore non coincida poi con la realtà fattuale, questi vedrà limitata la propria possibilità di invocare la tutela redibitoria⁵⁶⁷.

Per far fronte a questa situazione ed evitare tali esiti, due sono le strade percorribili⁵⁶⁸.

La prima è quella di prevedere, con apposita clausola⁵⁶⁹, che le garanzie offerte dal *seller* rimangano valide nonostante l'esecuzione della *due diligence*⁵⁷⁰. In questa prospettiva si è diffusa anche nel panorama italiano la clausola di c.d. *sandbagging* (anche nota come "clausola del golfista")⁵⁷¹. Tali clausole, sviluppatasi e largamente diffuse nel sistema

⁵⁶⁶ Trib. Milano, 19 marzo 2021, n. 2327.

⁵⁶⁷ Cass., 19 dicembre 2016, n. 26191 per cui «[...] se le parti avevano sottoposto *Slia S.p.A.* a *due diligence*, sicché *Nord Sud S.r.l.* aveva avuto modo di verificare la correttezza delle precedenti appostazioni [...] non è dato comprendere, [...] come il mancato raggiungimento di un "leggero utile" previsto nella clausola in discorso potesse essere rapportato non già a fatti sopravvenuti alla stipulazione del preliminare (o al più a fatti precedenti ma ignoti), bensì a circostanze - la non corretta appostazione in un periodo pregresso - ad essa precedenti e fatte oggetto di scrutinio per mezzo della *due diligence*».

⁵⁶⁸ Le soluzioni sono suggerite da F.L. GAMBARO, *op. cit.*, p. 920.

⁵⁶⁹ Per un esempio di una clausola in questo senso si vedano gli Allegati.

⁵⁷⁰ Sul punto anche M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, *cit.*, p. 338.

⁵⁷¹ La clausola prende questo nome dal gioco del golf in cui un "sandbagger" è un giocatore che finge di essere peggiore di quello che effettivamente è, al fine di trarre vantaggio guadagnando ulteriori punti di *handicap*. Per un primo riferimento generale si veda sul punto C. K. WHITEHEAD, *Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements*, *Del. J. Corp. L.* 36, 2011, p. 1081.

anglo-americano⁵⁷² e legittime secondo la tesi prevalente anche nel nostro ordinamento, sono volte a escludere ogni effetto circa la conoscenza di determinati fatti difformi rispetto alle dichiarazioni e garanzie rese⁵⁷³, attribuendo «un diritto contrattuale a favore dell'acquirente nonostante conoscesse o potesse conoscere, prima del closing, un fatto oggetto di garanzia»⁵⁷⁴. Più precisamente una clausola di *pro-sandbagging* «states that the buyer can pursue a claim against the seller even when the basis of the claim was known to the buyer prior to signing or closings»⁵⁷⁵; al contrario una clausola di *anti-sandbagging* prevede come la conoscenza del compratore su una violazione della garanzia ne precluda l'applicazione⁵⁷⁶.

Si noti comunque come altra parte della dottrina abbia messo in dubbio la legittimità di simili previsioni alla luce dei principi di buona fede e correttezza⁵⁷⁷. Secondo tali autori, attraverso la clausola di *sandbagging*, infatti, il compratore riesce sostanzialmente ad ingannare il venditore sul prezzo, posto che poi potrà richiedere indietro parte di quel prezzo come violazione della garanzia⁵⁷⁸. Nonostante ciò, l'orientamento più condivisibile è quello che ritiene, salvo l'accertamento di eventuali comportamenti dolosi, le clausole in parola lecite⁵⁷⁹.

⁵⁷² J. MÖLLER, *Offenlegungen und Aufklärungspflichten beim Unternehmenskauf*, in NZG, 2012, 841 ss., specificatamente p. 843, «*Sandbagging ist in den Vereinigten Staaten verbreitet*» dove, infatti, le tali clausole sono presenti nel 35% dei *deals* (dato tratto da R. FELDMAN, *Recent Trends in European SPAs and Comparisons with US Practice*. Bus. L. Int'l 17, 2016, p. 217 ss., specificatamente p. 229).

⁵⁷³ Si veda F. LESSAMBO, *op. cit.*, p. 25.

⁵⁷⁴ M. SPERANZIN, *Circolazione dei modelli, diritto interno delle acquisizioni e i protagonisti del diritto commerciale*. Sul punto si veda anche J. MÖLLER, *op. cit.*, p. 843, per cui «*Diese Unterscheidung verdeutlicht auch die so genannte „Sandbagging“-Regelung. Ihr zufolge kann der Käufer Ansprüche wegen Garantieverletzungen unabhängig davon geltend machen, ob er die Garantieverletzung kannte oder hätte kennen können – es sei denn, der Verkäufer hat die Garantieverletzung auf die vertraglich vereinbarte Weise offengelegt. § 442 I BGB bestimmt zwar das Gegenteil, ist aber dispositiv*».

⁵⁷⁵ R. FELDMAN, *op. cit.*, p. 228.

⁵⁷⁶ *Ivi*, p. 229.

⁵⁷⁷ Ne dà atto M. SPERNZIN, in *Circolazione dei modelli, diritto interno delle acquisizioni e i protagonisti del diritto commerciale*.

⁵⁷⁸ J. MÖLLER, *op. cit.*, p. 843, «*Verkäufer hingegen halten es oft für unfair, dass der Käufer den Verkäufer überspitzt gesagt über die Höhe des Kaufpreises täuschen kann, weil der Käufer einen Teil des Kaufpreises nachträglich als Schadenersatz für Garantieverletzungen zurückfordern kann*».

⁵⁷⁹ In questa direzione si pone M. SPERANZIN, *ult. op. cit.* L'A. rileva anche come tale legittimità vada comunque valutata «*alla luce degli effetti su altre previsioni pattizie (ad esempio il termine di decadenza per far valere il claim, che di norma decorre dalla conoscenza del fatto da parte del compratore)*».

In definitiva si tratta di una clausola quasi sempre presente nella prassi e che diminuisce di molto la rilevanza della *due diligence* per le parti. Queste di fatto privano la *due diligence* di ogni effetto regolando la situazione mediante le *representations* e *warranties*. Non avendo più rilevanza tra le parti l'esperimento della *due diligence* diventa dunque (solo) uno strumento per valutare la condotta diligente degli amministratori della società *buyer*⁵⁸⁰.

La seconda strada è quella degli allegati al contratto, noti anche nella prassi con i termini inglesi di *schedules* o *attachments*⁵⁸¹. Questi si sostanziano in elenchi dei beni della società, crediti ecc. con funzione informativa verso il compratore che si ripercuoterebbe anche sotto il punto di vista del diritto all'indennizzo che verrebbe chiaramente meno⁵⁸².

2.4. Due modi per l'alienante volti a limitare la portata delle clausole di garanzia

Cambiando prospettiva e ponendosi dal lato del venditore, questi può limitare la portata delle clausole di garanzia attraverso l'inciso "per quanto a conoscenza" o "per quanto a migliore conoscenza" (la c.d. *best knowledge of the seller*)⁵⁸³, clausola attraverso la quale il *seller* mantiene il diritto di dimostrare che eventuali discrepanze rispetto alla clausola non sono a lui imputabili *ex art. 1218 cod. civ.*⁵⁸⁴ Si tratta di una formulazione conforme all'art. 1490, co. 2, cod. civ. che, con riferimento alle garanzie, prevede la possibilità delle parti di escludere o limitarla (salvo ovviamente che il

⁵⁸⁰ Questo è quello che spesso capita negli odierni contratti di acquisizione. Essendo il compratore garantito da un lato dalle garanzie e dalle *indemnities* e dall'altro dall'aver privato di qualunque effetto lo svolgimento della *due diligence* questa si sostanzia solo come comportamento dovuto per amministratori della società *buyer* al fine di giungere ad una decisione che rispecchi il canone di diligenza e dunque per prosi al riparo da eventuali azioni di responsabilità.

⁵⁸¹ S. TERSILLA, *Le clausole di garanzia nei contratti di acquisizione*, cit., p. 122.

⁵⁸² M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, cit., p. 344.

⁵⁸³ In realtà l'utilità di questa clausola è messa in dubbio da E. RUSSO, *op. cit.*, p. 464, secondo cui tali formulazioni «non sarebbero coerenti con le regole applicabili all'obbligazioni di garanzia che, non danno alcun peso esimente allo stato soggettivo dell'oblato (il venditore sarà responsabile sia che avesse conoscenza sia che non ne avesse)».

⁵⁸⁴ M. SPERANZIN, *ult. op. cit.*, p. 327.

compratore non abbia taciuto in mala fede circostanze di cui era a conoscenza)⁵⁸⁵. L'effetto della clausola sarà dunque analogo e simile a quello delle clausole di rappresentazione⁵⁸⁶. In casi come questi sarà opportuno per il compratore far inserire nel testo la formula “dopo approfondito esame” (c.d. *due inquiry*), volta a evitare che l'alienante sia oltremodo facilitato nella prova circa la mancata conoscenza della circostanza⁵⁸⁷.

Un secondo mezzo a cui l'alienante può fare ricorso per limitare gli effetti della garanzia è la *disclosure letter*, una nota informativa (allegata al contratto) con cui vengono evidenziate l'esistenza di determinate circostanze circa la società, sicché il compratore non possa dimostrare di non conoscere⁵⁸⁸. L'alienante, in questo modo, precostituisce la prova delle circostanze comunicate alla controparte, e quindi da questa conosciute, evitando quindi l'attivazione delle clausole di garanzia in relazione alle informazioni *disclosed*⁵⁸⁹. L'importanza di tali documenti, solitamente allegati al contratto, è evidente: predisponendo già la c.d. *due diligence defense*, se sarà chiamato a rispondere per le circostanze rientranti nella *disclosure letter*, l'alienante potrà facilmente provare che il compratore ne era a conoscenza, proprio in virtù della stessa *disclosure letter*. Inoltre, utile strumento è quello della *sell side due diligence* e del *report* che ne deriva. Tale *report*, come già visto, viene redatto dal venditore e consegnato al compratore, pertanto, questi non potrà sostenere di non essere a conoscenza di quelle informazioni che nel *report* sono contenute⁵⁹⁰.

⁵⁸⁵ *Id.*, *Le clausole relative all'oggetto "indiretto" (il patrimonio sociale); garanzie sintetiche e garanzie analitiche*, in *Le acquisizioni societarie* (opera diretta da) M. Irrera. Zanichelli, 2011, p. 202. Per un caso si veda *Id.*, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, *cit.*, p. 331, nota 90, dove viene ricordato App. Orléans, 21 marzo 2002 (in *Dir. soc.*, 2003, n. 2, p. 10 ss.) in cui la Corte riconobbe un dolo incidentale del venditore che, avendo comunicato al compratore una prima richiesta del prefetto di messa a nuovo della stazione di depurazione delle acque, non procedette a comunicarne una seconda alla prima connessa.

⁵⁸⁶ M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*, *cit.*, p. 328.

⁵⁸⁷ *Id.*, *Le clausole relative all'oggetto "indiretto" (il patrimonio sociale); garanzie sintetiche e garanzie analitiche*, *cit.*, p. 202.

⁵⁸⁸ *Ivi*, p. 193 ss.; Sul punto anche G. DE NOVA, *op.cit.*, p. 154.

⁵⁸⁹ M. SPERANZIN, *Le clausole relative all'oggetto "indiretto" (il patrimonio sociale); garanzie sintetiche e garanzie analitiche*, *cit.*, p. 202.

⁵⁹⁰ *Ivi*, p. 360.

2.5. *Due diligence e dolo dell'alienante*

Il rapporto tra garanzie e *due diligence* viene in riferimento anche nella prospettiva dell'alienante e del suo comportamento. Quello che ci si chiede è se l'esperimento della *due diligence* da parte del compratore possa in quale elemento escludente il dolo dell'alienante nel caso in cui, nonostante la predisposizione delle garanzie sulla veridicità del bilancio, questo risulti poi falso.

Come noto, il dolo configura un vizio del consenso che può portare, nel caso in cui sia stato determinante per la conclusione del contratto, a far venir meno il negozio stesso⁵⁹¹. In particolare, tale vizio si manifesterà tutte le volte in cui, attraverso artifici e raggiri idonei a carpire l'ordinaria avvedutezza, una parte induca l'altra a concludere un negozio non voluto. In questa prospettiva sarà la parte che di ciò si doglie a dover provare tali inganni e l'incidenza degli stessi sulla volontà contrattuale⁵⁹².

Con specifico riferimento all'ambito di interesse della presente trattazione, dottrina e giurisprudenza ammettono come, in presenza di specifiche garanzie pattizie in relazione alle caratteristiche e alla consistenza del patrimonio, e alla prova dei raggiri, sia possibile riscontrare entrambe le fattispecie di dolo, determinate e incidentale⁵⁹³.

L'aspetto più problematico della disciplina del dolo determinante⁵⁹⁴ attiene all'onere probatorio che, come si diceva, il codice pone in capo all'acquirente, prova che sarà tanto più complessa qualora tale intento si ritenga derivare dal silenzio del venditore⁵⁹⁵. Profilo quest'ultimo confermato anche dalla giurisprudenza per cui l'errore sull'indicazione delle poste *«potrà determinare conseguenze sotto il profilo della non*

⁵⁹¹ Oltre che all'annullamento alla vittima spetterà anche il risarcimento del danno.

⁵⁹² In tema di dolo si veda V. ROPPO, *Il contratto, cit.*, p. 759 ss.

⁵⁹³ M. VERNIZZI, *Brevi note in materia di diritto al risarcimento per l'acquirente di partecipazioni societarie*, in *Resp. civ. prev.*, I, 2014, p. 202 ss., specificatamente p. 206.

⁵⁹⁴ Oltre al fatto che nella prassi non è interesse delle parti arrivare alla risoluzione del contratto che si presenta, sotto il profilo pratico, alquanto complessa.

⁵⁹⁵ M. VERNIZZI, *Brevi note in materia di diritto al risarcimento per l'acquirente di partecipazioni societarie, cit.*, p. 208.

*veridicità del bilancio, ma non per questo giustificare un'autonoma censura per dolo*⁵⁹⁶. Si noti inoltre come la Cassazione richieda per la prova del dolo che i raggiri e gli artifizii posti in essere dal venditore siano tali da «*sorprendere la buona fede di una persona di normale diligenza e buon senso, posto che l'affidamento non può ricevere tutela giuridica se fondato sulla negligenza*»⁵⁹⁷ sicché, di fronte al divario tra la situazione patrimoniale della società reale e quella garantita, la possibilità di annullare il contratto per dolo risulta alquanto limitata⁵⁹⁸.

La questione è stata anche oggetto di un'importante sentenza della Cassazione⁵⁹⁹, la quale ha ritenuto che la condotta del *seller*, che aveva acconsentito alla verifica del bilancio da parte della controparte (quindi sostanzialmente allo svolgimento della *due diligence*), fosse incompatibile con l'intento doloso, nonostante la falsità del bilancio stesso⁶⁰⁰. Più precisamente, e usando le parole della stessa Corte, quest'ultima si conforma a quanto statuito dalla corte d'appello la quale «*non ha escluso il dolo perché con l'ordinaria diligenza si sarebbero potute scoprire la menzogna o la reticenza, ma ha ritenuto che la condotta dei venditori (cooptazione di P. ed accettazione di verifiche da parte di professionisti) era incompatibile con il dolo, in mancanza della prova da parte degli attori che anche tale condotta rientrava nell'ambito del raggio*».

In conclusione, non è dunque possibile in presenza di una cooperazione da parte del *seller* riscontrare un'intenzionalità nell'ingannare il *buyer* a meno che quest'ultimo non sia in grado di provare che anche tale cooperazione rientri nell'ottica di un più ampio raggio⁶⁰¹.

⁵⁹⁶ Trib. Milano, 17 aprile 1989, in *Società*, 1989, p. 939. Alla pronuncia rinvia anche M. VERNIZZI, *Brevi note in materia di diritto al risarcimento per l'acquirente di partecipazioni societarie*, cit., p. 208. Sul punto Cass., 2012, n. 23207, secondo cui è da escludere che la falsità del bilancio rilevi *ex se* come prova del dolo.

⁵⁹⁷ Si veda Cass., 28 ottobre 1993, n. 10718.

⁵⁹⁸ M. VERNIZZI, *Brevi note in materia di diritto al risarcimento per l'acquirente di partecipazioni societarie*, cit., p. 209.

⁵⁹⁹ Cass., 17 dicembre, 2012, n. 23207.

⁶⁰⁰ M. SPERANZIN, *Compravendita «non convenzionalmente garantita» di partecipazioni sociali di "controllo"*, p. 474, nota 23.

⁶⁰¹ M. VERNIZZI, *op. cit.*, p. 210. Si noti come l'A. sottolinei anche l'opportunità di valutare la situazione non tanto nella prospettiva del vizio della vendita, quanto sotto il profilo della violazione contrattuale con la conseguente attivazione dei rimedi contrattualmente previsti.

CONCLUSIONI

Lo scopo di questa trattazione era indagare la centralità che la fase di *due diligence* riveste nel procedimento di acquisizione societaria. Tale momento rappresenta infatti ormai da tempo una fase imprescindibile in questa tipologia di operazioni e senza la quale alle stesse sostanzialmente non si potrebbe procedere.

L'indagine che si è condotta, dopo una breve disamina della struttura dell'operazione e di cosa costituisca la *due diligence*, si è per questo focalizzata sulla possibilità, in assenza di una specifica disciplina legislativa sul punto, di riconoscere o meno in capo al venditore un diritto alla *due diligence*. La problematica da cui si è partiti è quella legata al generale principio di riservatezza sugli affari interni della società, domandandosi se esso possa costituire un ostacolo per la configurazione del diritto di cui si tratta. Si è però messo in luce come anche la circolazione delle azioni sia da considerare, secondo l'opinione prevalente, interesse sociale e come, di conseguenza, dalla *due diligence* non si possa prescindere in quanto condizione sostanzialmente necessaria affinché tale circolazione avvenga. Tuttavia, tale deroga al generale principio di riservatezza non possa operare sempre, ma solo allorquando per mezzo dello SPA circoli la quota di controllo, in particolare quello di diritto. Si è così visto come solo se il titolare del controllo intenda alienare tale quota (attributiva del controllo) potrà riconoscersi la possibilità di un accesso più ampio e come tale facoltà possa essere riconosciuta anche ai soci di minoranza che, nell'ambito di un'unitaria operazione, cedano complessivamente il controllo di diritto sulla società. Tale caratteristica differenzia il socio che trasferisce il controllo dagli altri sicché nella possibilità di ricostruire il diritto alla *due diligence* neanche il principio di parità di trattamento assurge ad ostacolo.

Il primo capitolo, dopo alcuni cenni in tema di S.r.l. si conclude introducendo il tema della responsabilità degli amministratori nel compimento dell'operazione sia di vendere che di acquistare. Al fine di dare alla trattazione un ordine razionale, ci si è concentrati nella prima parte del secondo capitolo sul tema della responsabilità precontrattuale e sulle connotazioni del dovere di negoziare in buona fede. Dopo aver

introdotto il tema e delineato alcuni concetti di base, il presente lavoro si è incentrato sull'applicazione concreta di tale principio. Anzitutto si è analizzato il rapporto che intercorre tra libertà di recesso e lettere d'intenti. Si è visto in particolare come, seppur nella fase ancora antecedente alla conclusione del contratto la sottoscrizione di simili accordi potrebbe creare conseguenze vincolanti per le parti, spesso le stesse sono dalle parti sottovalutate. Da un punto di vista pratico si è allora messa in luce la prassi di stabilire già nella lettera d'intenti se le previsioni in essa contenute siano o meno “*subject to contract*” e quella di stabilire, sempre nella lettera d'intenti, la possibilità per le parti di recedere. Ci si è dunque spostati ad analizzare gli altri principi che discendono dall'art. 1337 cod. civ. Passando per il tema delle negoziazioni parallele, e accennando agli accordi di *standstill* e alle *no shop clause*, si è indagato il tema centrale del dovere di informazione. Il tema si è incentrato da un lato sulle *check list*, e sulla loro funzione di limitare l'obbligo informativo del venditore e come lo svolgimento da parte del *buyer* dell'indagine di *due diligence* vada a sua volta a mitigare la portata dei doveri in capo all'alienante.

Si è affrontato dunque il dovere precontrattuale di confidenzialità, ulteriore corollario dell'art. 1337 cod. civ. Il tema ha posto al centro in particolare la funzione degli accordi di riservatezza (i c.d. “*non-disclosure agreements*”). Dopo una disamina circa la loro funzione di “contrattualizzare” il dovere di riservatezza, si è evidenziato come la predisposizione di adeguati accordi di riservatezza sia centrale anche nella valutazione della condotta degli amministratori della società *seller*.

Nell'ambito dell'informazione precontrattuale si è poi affrontato più da vicino il ruolo degli amministratori sotto il punto di vista della collaborazione che a questi è richiesta e come questi, nel fornire le informazioni riservate della società, debbano conformare il loro comportamento al canone di prudenza. Di particolare importanza poi è stato evidenziare come il tutto vada parametrato anche alla situazione in cui versa la società dagli stessi amministrata.

Sempre dalla prospettiva degli amministratori si è poi guardato ai patti di rinuncia all'azione di responsabilità, spesso seguiti da quelli di manleva. Si è analizzato

il tema dell'ammissibilità o meno di simili pattuizioni e delle diverse posizioni che giurisprudenza e dottrina hanno preso sul punto.

La trattazione ha dunque cambiato prospettiva focalizzandosi sugli amministratori della società *buyer*. Si è quindi guardato alla *due diligence* come “diligenza dovuta” dall'avveduto amministratore che delibera la decisione di procedere nell'acquisizione della partecipazione di controllo di un'altra società. La domanda che ha guidato questa parte della trattazione è stata quella di come e se sia sindacabile la decisione di procedere a una simile operazione. Per darvi risposta il discorso ha preso le mosse dall'ordinamento statunitense e in particolare dall'interpretazione che della *business judgment rule* viene data nelle corti del Delaware. Sono così stati analizzati diversi precedenti giurisprudenziali al fine di comprendere in cosa si sostanzia lo standard di *review* sulla condotta dei *directors*. Si è visto come ciò non si traduca in un *second guessing*, ma in un'analisi se nell'assumere la decisione e nel procedervi il *director* abbia agito con «*care, skill, and prudence of like persons in like position*». L'indagine si è quindi spostata ad analizzare il nostro ordinamento e a come la *duty of care* si traduca alla luce di esso. Si è visto come il dovere di diligenza debba essere parametrato in base ad una valutazione “personalizzata” e come esso non si traduca mai in dovere di perizia. Si è visto poi, anche per mezzo di alcuni casi giurisprudenziali, come la *business judgment rule* sia stata recepita dai giudici italiani e come in tale conteso centrale sia il dovere di agire in modo informato.

Nell'ultima parte del capitolo si è poi dato atto di due importanti casi giurisprudenziali. Il primo, statunitense, sulla rilevanza autonoma della *due diligence* e quindi su come questa vada ad incidere nei rapporti tra le parti, il secondo invece quale unico provvedimento di un giudice italiano in relazione al dritto alla *due diligence*.

Infine, il terzo capitolo si è occupato delle *representations and warranties*. Il problema di partenza è stato quello relativo al *gap* che intercorre tra il significato economico e quello giuridico dell'operazione e di come questo possa essere superato solo attraverso tali rimedi elaborati dalla prassi. Dopo aver definito il tema, analizzando più da vicino *business warranties*, *legal warranties* e le *indemnities* ci si è concertati nel secondo paragrafo sul rapporto tra queste e la *due diligence*.

Si è visto, in un confronto dottrinale, come il mancato e l'incompleto svolgimento della *due diligence* possa o meno andare ad incidere sui diritti dell'acquirente per poi concentrarsi, grazie ad un'analisi di alcune pronunce giurisprudenziali sulla rilevanza che anche in ambito probatorio assume la *due diligence*.

Il terzo paragrafo ha poi analizzato un tema di fondamentale rilievo pratico, quello del rapporto tra le garanzie e le circostanze note (o conoscibili) all'acquirente. L'analisi muovendo dall'art. 1491 cod. civ. e da alcuni casi pratici si è quindi soffermata sulle clausole di *sandbagging* con le quali arginare l'applicazione di tale norma.

Infine, l'ultimo paragrafo si è occupato di come lo svolgimento della *due diligence* da parte del compratore possa incidere sul comportamento del venditore escludendone il dolo in caso di falsità dei dati esposti nel bilancio.

ALLEGATI

1. Clausola esclusione degli effetti della due diligence

“Le Parti prendono atto e concordano che, fatta eccezione per quanto indicato negli Allegati individuati con riferimento a specifiche dichiarazioni e garanzie di cui al presente Articolo e limitatamente a tali specifiche dichiarazioni e garanzie, tutte le informazioni contenute negli Allegati nonché gli ulteriori documenti o informazioni comunque forniti al Compratore e/o ai consulenti di quest’ultimo nell’ambito delle fasi di due diligence o di negoziazione, definizione o esecuzione del presente Contratto, sono stati forniti a puro scopo informativo e non implicano in alcun modo accettazione da parte del Compratore del rischio in essi eventualmente indicato e non liberano pertanto i Venditori da (né ne limitano in alcun modo) gli obblighi derivanti dal Contratto, ivi inclusi gli obblighi di pagamento di cui all’Articolo [Dichiarazioni e Garanzie]”.

“Neither the Due Diligence, nor any other investigation or analysis made or carried out by or on behalf of the Buyer or information made available by the Sellers, the Target or any of their respective representatives shall in any manner affect, restrict the benefit of the Buyer or limit any of the Sellers' Warranties or any other obligations of the Sellers or the Buyer's right to request and obtain indemnification, pursuant to the applicable Law and to this agreement. The Parties agree that the right of the Buyer to be indemnified by the Sellers under this agreement for any Indemnifiable Loss in connection with, or by virtue of, any breach of the Sellers' Warranties provided herein shall not be limited, reduced or otherwise adversely affected by any actual, imputed or alleged prior knowledge by the Buyer, as at such date, of any breach or violation of the Sellers' Warranties”.

2. Esempio check list due diligence legale

CBA

LEGAL DUE DILIGENCE CHECK LIST

Viene qui di seguito indicato l'elenco dei documenti e delle altre informazioni che si ritiene necessario esaminare ai fini della *due diligence* legale relativa a [*] (la "Società") a favore della società [*] (il "Cliente") in merito alla potenziale operazione volta all'acquisizione - diretta o indiretta - di una partecipazione di maggioranza del capitale sociale della Società (l'"Operazione").

Da un punto di vista organizzativo, Vi pregheremo di fornire la documentazione richiesta in una serie di cartelle contrassegnate con il numero indicato nel margine sinistro della presente *checklist*, accanto al titolo delle singole sezioni: la numerazione interna alla cartella dovrebbe poi riflettere il numero dei paragrafi ivi indicato.

Vi preghiamo di considerare che il presente elenco è stato predisposto in mancanza di informazioni dettagliate sulla Società; alcune voci potrebbero pertanto riguardare documenti o fattispecie non riscontrabili in relazione alla Società. In tali casi, Vi preghiamo di indicare "non applicabile". Inoltre, alcune voci potrebbero riguardare documenti o fattispecie che non possono essere immediatamente forniti: al riguardo, Vi preghiamo di apporre la dicitura "da raccogliere".

Ove, infine, un documento soddisfi più di una richiesta, Vi preghiamo di fare riferimento a tale documento in tutti i punti in cui l'indicazione dello stesso risulti appropriata.

2

CBA

N.	DESCRIZIONE	DISPONIBILE IN DATA ROOM	DA FORNIRE	NON APPLICABILE
I.	SOCIETARIO			
1.1.	Atto costitutivo e statuto sociale vigente.			
1.2.	Soci della Società (libro soci, eventuale, elenco aggiornato dei soci).			
1.3.	Composizione degli organi sociali della Società (consiglio di amministrazione, collegio sindacale e altri comitati o organi simili).			
1.4.	Copia dei verbali delle assemblee dei soci e degli altri organi sociali della Società (libri CdA e CdS) relativi agli ultimi tre esercizi.			
1.5.	Copia del bilancio della Società degli ultimi tre esercizi e copia delle eventuali relazioni della società di revisione.			
1.6.	Copia della documentazione relativa ad opzioni, o accordi con i quali un soggetto ha diritto di acquistare o sottoscrivere quote della Società (inclusi piani di <i>stock option</i> e partecipazione ai programmi di utili).			
1.7.	Eventuali piani di <i>stock option</i> o altri piani di incentivazione implementati dalla Società.			
1.8.	Poteri conferiti agli amministratori in carica (copia dei relativi verbali o altri atti analoghi) e poteri conferiti a terzi.			
1.9.	Pegni o altri gravami sulle quote della Società.			
1.10.	Elenco di tutti gli interessi di altre società, <i>partner</i> o entità, di proprietà della Società.			
1.11.	Elenco delle partecipazioni (sia in società del gruppo che in altre società) detenute da amministratori, direttori generali e sindaci della Società.			

3

1.12.	Accordi tra azionisti, nonché qualsiasi altro accordo relativo alla gestione della Società e / o alla vendita e acquisto delle sue quote (incluso, accordo di opzione sulle quote o altro accordo simile che concede diritti a terzi, se presenti).			
1.13.	Tutti gli accordi o documenti relativi a fusioni, acquisizioni, <i>joint venture</i> o altre operazioni materiali di questa natura (ultimi tre anni).			
1.14.	Aggiornamento certificato aziendale; rapporto al Registro delle Imprese (visura camerale).			
1.15.	Copie di tutte le procure esistenti concesse dalla Società.			
2.	RAPPORTI INTERNI AL GRUPPO, RAPPORTI CON SOCI, AMMINISTRATORI, INTERNAL AUDITOR E IMPIEGATI			
2.1.	Elenco e copia degli accordi stipulati dalla Società con parti correlate, soci (compresi i finanziamenti soci), amministratori, sindaci interni ed eventuali dipendenti.			
2.2.	Elenco e copia degli accordi stipulati dalla Società con le sue controllate o affiliate, o tra loro, se presenti.			
3.	RAPPORTI CON LE BANCHE			
3.1.	Elenco delle banche con cui la Società ha conti correnti o altri rapporti.			
3.2.	Lista e copia contratti di mutuo e finanziamento e relative garanzie.			
3.3.	Accordi relativi alla situazione debitoria, comprese le linee di credito.			
3.4.	Elenco e copia delle operazioni di <i>factoring</i> (con o senza rischio di credito).			
3.5.	Elenco e copia di qualsiasi pegno o contratto di ipoteca di cui la Società è parte, nonché garanzie, lettere di credito, fidejussioni, lettere di <i>patronage</i> e altre forme di garanzie o semi garanzie rilasciate da o a favore della Società.			
3.6.	Elenco e copia di prestiti agevolati o sovvenzioni statali, nonché copia delle relative domande e decreti o documenti autorizzativi.			
3.7.	Garanzie potenziali rilasciate dai soci a banche nell'interesse della Società.			

4.	IMMOBILI			
4.1.	Elenco dei beni immobili di proprietà della Società o altri diritti di proprietà e copia dei relativi contratti di acquisto.			
4.2.	Mutui e altri privilegi su tali beni immobili; certificati di ipoteca e catasto per ogni immobile o attestazione notarile relativa all'esistenza di ipoteche o gravami su tali immobili.			
4.3.	Elenco di tutti gli immobili affittati alla Società o affittati dalla Società a terzi e copia dei relativi contratti di locazione.			
4.4.	Documentazione attestante la destinazione e il rispetto della normativa urbanistica per l'esercizio dell'attività della Società; domande di condono per violazione di regolamenti edilizi locali o simili.			
4.5.	Copia di qualsiasi verifica o perizia su una proprietà immobiliare negli ultimi tre anni.			
5.	PERMESSI E AUTORIZZAZIONI			
5.1.	Una copia di tutti i permessi, autorizzazioni e licenze, che stabiliscono la data di scadenza, le condizioni e le approvazioni, nonché le decisioni e gli ordini di qualsiasi agenzia / autorità governativa, regionale o di regolamentazione che si riferiscono alle attività commerciali svolte dalla Società.			
5.2.	Copia di tutte le autorizzazioni e le licenze amministrative previste da leggi e regolamenti per l'esercizio di impianti, per la produzione, il trasporto o la vendita di qualsiasi prodotto della Società e, comunque, per il regolare svolgimento delle attività della Società.			

5.3	Copia di tutte le certificazioni per imballaggi e <i>packaging</i> previste da standard pubblici (ad esempio, ISO 9001, ISO 22000, ecc.) o da standard privati, di cui la Società sia dotata per lo svolgimento delle proprie attività ivi comprese le certificazioni per la sostenibilità ambientale (a titolo di esempio non esaustivo, EPD-DAP, ISO 14040, ecc.), nonché ogni altra certificazione di cui la Società sia dotata.			
5.4	Permessi, licenze e autorizzazioni, ottenuti o richiesti per il normale funzionamento della Società, emessi in base alle leggi governative e regionali applicabili.			
5.5	Qualsiasi archiviazione, avviso, rapporto, domanda o altra corrispondenza o documento relativo a indagini o revisioni condotte da qualsiasi agenzia di regolamentazione governativa negli ultimi tre anni.			
5.6	Elenco di eventuali revisioni contabili, indagini o ispezioni precedenti, in sospenso o minacciate della Società, o di uno dei suoi direttori o funzionari, da parte di qualsiasi agenzia governativa o agenzia di regolamentazione.			
5.7	Qualsiasi archiviazione, avviso, rapporto, domanda o altra corrispondenza o documento relativo a qualsiasi violazione o presunta violazione da parte della Società di qualsiasi legge o regolamento governativo.			
5.8	Copia di qualsiasi decisione giudiziaria o amministrativa, nonché di qualsiasi transazione, sia in tribunale che stragiudiziale, in merito alla responsabilità della Società ai sensi delle leggi e dei regolamenti.			
6.	PRODOTTI			
6.1.	Copia delle garanzie riguardanti i prodotti della Società.			
6.2.	Programma e dettaglio delle principali controversie con i clienti in materia di responsabilità da prodotto.			
7.	CONTRATTI RILEVANTI			
7.1.	Copie di tutti i contratti scritti e sintesi di tutti gli accordi o intese orali, inclusi, ma non limitati, a: - tutti i contratti con i fornitori; - tutti i contratti con i clienti;			

	- tutti i contratti di <i>marketing</i> , vendita, agenzia e distribuzione; - tutti gli accordi di licenza e <i>royalty</i> ; - tutti i contratti riguardanti accordi di produzione; - tutti i contratti di spedizione e trasporto.			
7.2.	Copia di tutti gli accordi con appaltatori.			
7.3.	Copia di tutti gli accordi di <i>project management</i> .			
7.4.	Tutti gli obblighi di esclusiva assunti dalla Società a favore di uno qualsiasi dei suoi fornitori, nonché tutti i contratti con <i>clauseole</i> di non concorrenza o altre <i>clauseole</i> restrittive.			
7.5.	Copia di tutti i contratti di servizi.			
7.6.	Copia di tutti i contratti di consulenza.			
7.7.	Copia del contratto per gara (compresa tutta la documentazione preliminare come, ad esempio, bandi di gara, offerte, fornitura di aggiudicazione).			
7.8.	Copia di tutti i contratti di distribuzione e accordi / rapporti con Agenti; contratti / rapporti di acquisto di affari.			
7.9.	Copie di tutti gli accordi di segretezza e gli accordi per non competere con terze parti in relazione a, o che influiscono sulle, attività della Società.			
7.10.	Elenco e descrizione di eventuali ulteriori accordi o atti, diversi da quelli sopra indicati e / o descritti in base a quanto precede stipulati dalla Società.			
7.12	Elenco e copia di tutte le polizze assicurative in vigore che coinvolgono la Società, nonché dettaglio di tutti (i) i reclami presentati dalla Società negli ultimi 3 anni; (ii) i sinistri liquidati alla Società negli ultimi 3 anni; (iii) reclami in sospenso (descrizione, stato, valore stimato e possibile indennizzo).			
8.	CONTENZIOSO			
8.1.	Elenco di azioni legali, arbitrati o procedimenti amministrativi o indagini pendenti (minacciati, che interessano o che coinvolgono la Società (che siano difesi o meno dagli assicuratori) e diritti di proprietà intellettuale, inclusi i nomi dei consulenti delle società in essa.			
8.2.	Copie di atti processuali, avvisi, atti amministrativi e arbitri relativi a tutte le controversie, pendenti o minacciate, o reclami che coinvolgono la Società come querelante o imputato.			

8.3.	Copie di qualsiasi corrispondenza, avviso e richiesta relativa al diritto d'uso (includere descrizioni o comunicazioni orali) che minacciano controversie.			
8.4.	Riepilogo di tutti i contenziosi pendenti e minacciati di qualsiasi natura (inclusi eventuali procedimenti amministrativi, procedimenti arbitrali, sia interni che esteri, ovvero indagini) di cui la Società è parte, comprese le parti, la natura del procedimento, la data e il metodo avviato, nonché l'importo del risarcimento o altro provvedimento richiesto.			
8.5.	Tutte le opinioni dei consulenti legali della Società in merito a controversie pendenti contro la Società (comprese le lettere ai revisori).			
8.6.	Tutti i decreti di consenso, sentenze, ingiunzioni, altri decreti, ordini, accordi transattivi, altri accordi, arbitrati e risultati arbitrali a cui la Società è soggetta o da cui è vincolata o che proibiscono o richiedono attività future.			
8.7.	Tutte le informazioni relative a qualsiasi pretesa significativa asserita o minacciata da qualsiasi autorità fiscale contro la Società o altra entità, per le cui imposte la Società potrebbe essere responsabile direttamente, indirettamente, in qualità di cessionario o in base a un accordo di indennità fiscale o di condivisione delle imposte.			
9.	PERMESSI LEGALI E AMMINISTRATIVI			
9.1.	Eventuali note, citazioni o altre comunicazioni ricevute da qualsiasi autorità governativa, sia straniera, federale, statale o locale, per presunte violazioni della legge o per il ritiro di permessi, approvazioni, autorizzazioni, consensi o licenze.			
9.2.	Permessi di occupazione e di utilizzo effettivi e i certificati di ispezione degli edifici e dei vigili del fuoco.			
9.3.	Qualsiasi altro permesso, approvazione, autorizzazione, permesso, licenza, ordine o restrizione da parte di qualsiasi ente governativo, sia esso straniero, federale, statale o locale, che si riferisca all'attività come attualmente condotta o attualmente operativa.			

10.	CONSEGUENZE DELL'OPERAZIONE			
	CAMBIO DI CONTROLLO			
10.1.	Copie di qualsiasi accordo o altro accordo della Società che potrebbe, come conseguenza della possibile transazione, essere annullato, risolto, annullato o influenzato in qualsiasi altro modo o potrebbe comportare il pagamento di denaro o un interesse in attività che sia gravato, risolto, acquisito o altrimenti influenzato.			
11.	PRIVACY			
11.1.	Copia dei documenti (moduli informativi, eventuale documento di valutazione del rischio, dichiarazione dei fornitori di servizi informatici, ecc.) che attestano il pieno rispetto da parte della Società della legge italiana sulla protezione dei dati personali e/o di qualsiasi legge o regolamento applicabile in materia di trattamento dei dati personali.			
11.2.	Copia delle dichiarazioni di consenso ottenute ai sensi delle norme sulla <i>privacy</i> .			

BIBLIOGRAFIA

- G. ACERBI, *Gli amministratori di società per azioni di fronte al trasferimento del controllo: problemi e proposte di soluzione*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 281 ss.
- G. AFFERNI, *Responsabilità precontrattuale e rottura delle trattative: danno risarcibile e nesso di causalità*, in *Danno resp.*, 2009, p. 469 ss.
- F. ALKARAAN, *Making M&A less risky: The influence of due diligence processes on strategic investment decision making. In Advances in mergers and acquisitions*. Emerald Publishing Limited, 2019.
- C. ANGELICI, *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, III, p. 255 ss.
- A. ARCANGELI, F. BIANCHI, L. RIZZI, *Come gestire le operazioni di M&A*. IPSOA, 2012.
- A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, Milano, 2020.
- F. BENATTI, *La colpa in contrabando da Rudolf Jhering ai giorni nostri (impressioni e sensazioni)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, p. 493 ss.
- L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 413 ss.
- G. BEVIVINO, *Antiche, nuove e nuovissime questioni attorno al rema della "pre-contrattualità"*, in *Giust. civ.*, 2019, p. 565 ss.
- C. M. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, Milano, 2000.
- H.C. BLACK, *Black's Law Dictionary, Revised Fourth Edition*, West Publishing co.
- E. BONAVERA, *"Aliud pro alio" nella cessione di quote sociali*, in *Società*, 2004, p. 969 ss.
- F. BONELLI, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento: garanzie del venditore*, in *Dir. comm. internaz.*, 2007, p. 293 ss.
- F. BONELLI, *Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni*, in F. Bonelli, M. De André, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Giuffrè, 1990.

- F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a.: dopo la riforma delle società*. Giuffrè, 2004.
- G. BONILINI, *Le clausole contrattuali c.d. di stile*, in *Riv. trim. dir. civ.*, 1979, p. 1190 ss.
- L. BRAGOLI, *La due diligence legale e i suoi riflessi contrattuali*, in *Le acquisizioni societarie* (opera diretta da) M. Irrera. Zanichelli, 2011.
- L. BRAGOLI, *La due diligence legale nell'ambito delle operazioni di acquisizione*, in *Contr.*, 2007, p. 1125 ss.
- D. A. BROADWIN, *Negotiating and Documenting Business Acquisitions*. Stati Uniti, American Law Institute-American Bar Association, Committee on Continuing Professional Education, 1997.
- V. BUONOCORE, *Principio di eguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, p. 551 ss.
- G. Buset, *Vendita di partecipazioni sociali di "controllo" e garanzie patrimoniali: rassegna critica*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, p. 355 ss.
- A. CAMAGNI, *La due diligence nelle operazioni di acquisizione e valutazione di aziende*, in *Riv. dott. comm.*, 2008, p. 191 ss.
- M. CAMPOBASSO, *Vendita del pacchetto azionario di società in liquidazione per perdite*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, p. 362 ss.
- G. CARRARA, *La formazione dei contratti*, Milano, 1915.
- G. CARULLO, *Osservazioni in tema di vendita della partecipazione sociale*, in *Giur. comm.*, 2008, p. 954 ss.
- P. CASELLA, *I due sostanziali metodi di garanzia al compratore*, in F. Bonelli, M. De André, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Giuffrè, 1990.
- S. CASSANI, *Responsabilità degli amministratori ex art. 2392 c.c. e onere della prova*, in *Società*, 2012, p. 493 ss.

- J. CHAPMAN, J. WHALEN, B. BODURIAN, *Representations and Warranties Insurance in M&A Transactions*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2017.
- G. CIAN, A. TRABUCCHI, *Commentario breve al Codice civile*, CEDAM, 2022.
- M. CORDOPATRI, *La business judgment rule in Italia e il privilegio amministrativo: recenti correttivi negli USA e in Europa*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 129 ss.
- G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*. Milano, 1958.
- G. COTTINO, *Patti parasociali: la Cassazione puntualizza*, in *Giur. it.*, 2007, p. 2754 ss.
- G. CULLINAN, J.M. LE ROUX, R.M. WEDDIGEN, *When to walk away from a deal*, in *Harvard business review*, 2004, 82.4: 96-104, 141.
- A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile III ed.*, Milano, 1979 vol. I.
- A. DE GREGORIO, *Responsabilità degli amministratori*, in *Il codice di commercio commentato*, vol. IV, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938.
- A. DE NICOLA, Sub art. 2392 c.c., in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2005.
- D. R. DENISON, la KO, *Cultural due diligence in mergers and acquisitions. In: Advances in mergers and acquisitions*. Emerald Group Publishing Limited, 2016.
- G. DE NOVA, *Il Sale and purchase agreement: un contratto commentato: lezioni di diritto civile. 3. ed. aggiornata e ampliata*, Giappichelli, 2019.
- M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002.
- R. C. DELCONTE, *Responsabilità per ingiustificata rottura delle trattative*, in *Contr.*, 2004, p. 5 ss.
- U. DRAETTA, *Criteri redazionali di lettere di intento alla luce dei casi Pennzoil e SME*, in *Dir. comm. int.*, 1987, p. 239 ss.

- U. DRAETTA, *Documenti precontrattuali nei negoziati relativi a mergers e acquisitions. Rassegna della prassi internazionale*, in F. Bonelli, M. De André, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Giuffrè, 1990.
- M. FAZZINI, *Due diligence 2019*, IPSOA, 2019.
- M. P. FERRARI, *Diritto di ispezione del socio di S.r.l. e trasferimento delle quote*, in *Società*, 2018, p. 846 ss.
- M. FERRUCCI, M. SANTINI, *Lo sviluppo dei processi di due diligence in ambito internazionale*, in *www.diritto.it*.
- L. M. FRANCIOSI, *Trattative e due diligence: tra culpa in contrabendo e contratto*. Giuffrè, 2009.
- G. FRÈ, *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di Galgano, libro quinto, *Del lavoro*, Bologna – Roma, 1997.
- F. GALGANO, R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, CEDAM, 2006.
- F. L. GAMBARO, *Brevi considerazioni in tema di così detta due diligence*, in *Riv. dir. priv.*, 2006, p. 897 ss.
- G. GIGLIOTTI, *Trattative, minute e buona fede. La responsabilità da condotta sleale*, in *Corr. mer.*, 2008, p. 299 ss.
- C. GRANELLI, *Gli obblighi informativi nella formazione dell'accordo contrattuale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 34, 7, p. 1200 ss.
- P. GRECO, *Le società di comodo e la vendita delle loro azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1935, II, p. 123 ss.
- Z. N. L. HANSEN, C. B. PORSGAARD, M., HAUBJERG, *A framework for operational due diligence*. *Production Engineering*, 2018, 12.5: 633-645.
- M. HYATT, *Warranty and Indemnity Insurance: Proliferation of Moral Hazard or Legitimate Risk Mitigation Tool?*, in *University of San Francisco Law Review*, 2017, vol. 51, 127.
- G. IORIO, *Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2006.

- G. IORIO, *Vendita di partecipazioni sociali: garanzie contrattuali e termine di prescrizione*, in *Giur. it.*, 2014, p. 2406 ss.
- M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 358 ss.
- R. JILLSON, *Due diligence and Disclosure*, in *Due diligence, Disclosure and Warranties in the Corporate Acquisition Practice, International Bar Association Series*, 1991.
- L. JOHNSON, *Unsettledness Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*. *Del. J. Corp. L.*, 38, (2013), p. 405 ss.,
- L. ROVELLI, *La responsabilità precontrattuale. Trattato di diritto privato*, 2000.
- A. R. LAJOUX, H.P. NESVOLD, F.S. REED, *The art of M&A, A Merger, Acquisition, Buyout guide*. New York, McGraw-Hill.
- S. LANTINO, P. CASUCCI, G. LIMIDO, *Acquisizioni di aziende e partecipazioni*. IPSOA, 2010.
- F. LESSAMBO, *US Mergers and Acquisitions*. Springer International Publishing, 2021.
- E. LETO, *La responsabilità degli amministratori di s.r.l.*, in *Riv. Dott. Comm*, 2010, p. 777 ss.
- S. LOPREIATO, G. D. MOSCO, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 117 ss.
- P. MAMMOLA, *Some Remarks on the Sale of Corporate Control from an Italian Perspective. Teoria e storia del diritto privato*, 2021, 14: 19.
- L. M. MARKS, P. H. MIRVIS, *The Human Side of Merger Planning: Assessing and Analyzing "Fit"*. *Human Resource Planning*, 15(3) (1992).
- S. MC GRADY, *Extending due diligence to improve mergers and acquisitions*, in *Bank accounting and finance*, 18.4, 2005, p. 17 ss.
- C. MONESI, U. DRAETTA, *I contratti di acquisizione di società ed aziende*, Giuffrè Editore, 2007.
- P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 303 ss.

- P. MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, CEDAM, 1999.
- A. MORELLO, *Diritto alla due diligence e doveri degli amministratori*, Milano, Giuffrè, 2023.
- A. MORELLO, *Lineamenti di una teoria e commenti su un caso di “negata due diligence”*, in *Società*, 2018 p. 1380 ss.
- E. MORINO, *Acquisizioni societarie e responsabilità precontrattuale*, in *Giur. it.*, 2018, p. 2177 ss.
- J. MÖLLER, *Offenlegungen und Aufklärungspflichten beim Unternehmenskauf*, in *NZG*, 2012, 841 ss
- C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 29 ss.
- MOSSA, *La vendita dell'impresa sociale, nota a Reichsgericht, 9 marzo 1928*, in *Annuario dir. comp. e studi leg.*, 1932, p. 157 ss.
- R. MISHRA, *Transaction Liability Insurance: Optimising the Risk Allocation in New-Age M&A Deals*, in *Bus. Law Intern.*, 2019, vol. 20, 167.
- A. MUSY, *La fase precontrattuale*, in *Le acquisizioni societarie* (opera diretta da) M. Irrera. Zanichelli, 2011.
- I. NASTI, *Il comportamento delle parti durante le trattative: gli obblighi precontrattuali*, in *Corr. Giur.*, 1999, p. 472 ss.
- D. A. OESTEALAJ, J. J. HAAS, *Mergers and Acquisitions in a Nutshell*, West Academic Publishing, 2018.
- G. OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritti delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, p. 517.
- A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano, 2003
- B. PETRAZZINI, *Patti parasociali e impegni a non esercitare l'azione di responsabilità*, in *Giur. it.*, 2015, p. 674 ss.

- A. PICCIAU, *Sulla validità dei patti parasociali di rinuncia all'azione di responsabilità e di manleva nella s.p.a.*, in *Riv. Soc.*, 2016, p. 282 ss.
- P. PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e business judgement rule*, in *Riv. Soc.*, 2012, p. 1167 ss.
- R. PISTORELLI, *Le garanzie «analitiche» sulle voci della situazione patrimoniale di riferimento*, in *Acquisizione di societate di pacchetti azionari di riferimento*, a cura di Bonelli e De Andre, Milano, 1990, p. 155 ss.
- M. PRATELLI, M. ROLI, *Tre sentenze di merito in tema di vendita di partecipazioni sociali*, in *Giur. comm.*, 2017, p. 421 ss.
- D. PROVERBIO, *Le clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, IPSOA, 2000.
- D. PROVERBIO, *Spunti di riflessione in tema di compravendita di partecipazioni sociali*, in *Società*, 2002, p. 568 ss.
- S. PUGLIATTI, *Vendita di azioni e grazie per evizione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1937, p. 86 ss.
- V. ROPPO, *Il contratto, seconda edizione*, Giuffrè, 2011.
- C. ROSSELLO, *Le clausole di riservatezza e i non disclosure agreements*, in *Dir. comm. int.*, 2014, p. 697 ss.
- L. ROVELLI, *La responsabilità precontrattuale. Trattato di diritto privato*, 2000, 13, 2.
- E. RUSSO, *Le tutele legali nelle acquisizioni societarie*, in U. Draetta, C. Monesi (a cura di), *I contratti di acquisizione di società e aziende*, Milano, 2007.
- R. SACCHI, *Due ipotesi di asimmetria informativa consentita nelle spa non quotate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*. Giuffrè 2020.
- V. SANGIOVANNI, *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore*, in *Notariato*, 2012, p. 203 ss.
- V. SANGIOVANNI, *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, in *Danno resp.*, 2011, p. 801 ss.

- A. SILVESTRINI, *La responsabilità degli amministratori nella s.p.a. e nella s.r.l. dopo la riforma societaria*, in *Società*, 2004, II, p. 681 ss.
- M. SPERANZIN, *Compravendita «non convenzionalmente garantita» di partecipazioni sociali di "controllo"*, in *Giur. comm.*, 2019, p. 468 ss.
- M. SPERANZIN, *Le clausole relative all'oggetto «indiretto» (il patrimonio sociale); garanzie sintetiche e garanzie analitiche*, in *Le acquisizioni societarie*, diretto da Irrera, Bologna, Zanichelli, 2011, p. 193 ss.
- M. SPERANZIN, *Una criticabile sentenza della Cassazione in materia di garanzie legali e convenzionali nel caso di trasferimento delle partecipazioni sociali*, in *Corr. Giur.*, 2020, p. 510 ss.
- M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di controllo e garanzie contrattuali*. Giuffrè Editore, 2006.
- A. STIRPE, *Rassegna di giurisprudenza su "La diligenza come criterio di responsabilità dell'amministratore"*, in *archiviocceradi.luiss.it*.
- L. A., STOUT, *In Praise Of Procedure: An Economic And Behavioral Defense Of Smith V. Van Gorkom and the Business Judgment Rule*, 96 NW. U. L. REV. 675, 676 (2002).
- A. TAMI, *La due diligence nelle operazioni di acquisizione e valutazione di aziende*, in *Riv. dott. comm.*, I- 2008, p. 191 ss.
- S. TERSILLA, *La due diligence per l'acquisizione di un pacchetto di controllo di una società non quotata in borsa: gli obblighi di informazione e responsabilità dei soggetti coinvolti*, in *Dir. comm. Int.*, 2002, 4, p. 969 ss.
- S. TERSILLA, *La lettera d'intenti nella trattativa per l'acquisto di un pacchetto azionario di riferimento*, in *Dir. comm. int.*, 2003, 2-3, p. 507 ss.
- S. TERSILLA, *Le clausole di garanzia nei contratti di acquisizione*, in *Dir. comm. int.*, 2004, p. 101 ss.
- A. TINA, *Clausole di garanzia, patti parasociali ed esonero da responsabilità degli amministratori nel trasferimento di partecipazioni societarie*, in *Giur. Comm.*, 2017, p. 904 ss.

- A. TINA, *Compravendita di partecipazioni societarie nella recente giurisprudenza di legittimità*, in *Giuri. comm.*, 2020, I, p. 735 ss.
- A. TINA, *I patti parasociali sull'azione sociale di responsabilità nella recente giurisprudenza di merito*, in *Scritti in onore di G. De Nova*, vol. IV, Milano, Giuffrè, 2015, p. 299 ss.
- A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*. Giuffrè Editore, 2007.
- A. TINA, *La cessione di partecipazioni un revirement?*, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 149 ss.
- A. TINA, *La natura giuridica delle clausole di garanzia nel trasferimento di partecipazioni societarie*, in *Giur. comm.*, 2012, II, p. 1015 ss.
- A. TINA, *Note in materia di trasferimento di partecipazioni societarie (di controllo o rilevanti) e tutela dell'acquirente, tra responsabilità precontrattuale, dolo incidentale e integrazione del contratto secondo buona fede e correttezza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, p. 184 ss.
- A. TINA, *Trasferimento di partecipazioni societarie ed annullamento del contratto*, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 110 ss.
- A. TINA, *Trasferimento di partecipazioni societarie: risoluzione del contratto per mancanza di qualità, aliud pro alio e annullamento del contratto per dolo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, XI, p. 565 ss.
- U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 65 ss.
- G. VARANESE, *Leonardo Coviello, Gabriele Faggella e la culpa in contrabando*, in *Annali della Facoltà Giuridica dell'Università di Camerino – Studi – n. 10/2021*.
- F. VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003, p. 23 ss.
- R. VENTURA, *La diligenza degli amministratori nelle acquisizioni societarie*, in *Giuri. Comm.*, 2002, II, p. 217 ss.
- V. VERDICCHIO, *Sul recesso ingiustificato dalle trattative*, in *Foro pad.*, 1993, p. 150 ss.

F. VIGOTTI, *La responsabilità precontrattuale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1986, II, p. 174 ss.

I. H. WARREN, B.R. ARONSTAM, *Delaware's Business Judgment Rule and Varying Standards of Judicial Review for Assessing Director Conduct in M&A Transactions*, in *www.ramlp.com*.

R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, vol. 10, t. 2, Torino, 1993.

P. ZANONI, L. CASATI, *La durata dei patti di riservatezza: dal termine di un obbligo di non fare al termine del diritto d'uso del bene informazione*, in *Contr.*, 2018, p. 597 ss.

GIURISPRUDENZA ITALIANA

Cassazione

- Cass., 12 novembre 1965, n. 2359, in *Foro pad.*, 1965, p. 1820.
- Cass., 2 marzo 1978, n. 1049.
- Cass., 20 agosto 1980, n. 4942.
- Cass., 11 settembre 1989, n. 3922, in *Mass. Giur. it.*, 1989.
- Cass., 28 ottobre 1993, n. 10718.
- Cass., 27 luglio 1994, n. 7030.
- Cass., 22 ottobre 1996, n. 9191.
- Cass., 2 aprile 1997, n. 2862 in *Giustizia civ. Mass.* 1997, p. 517 ss.
- Cass. 28 aprile 1997, n. 3652, in *Società*, 1997, p. 1389.
- Cass., 14 maggio 1998, n. 4853, in *Contr.*, 1998, p. 548.
- Cass., 23 novembre 2001, n. 14865.
- Cass., 20 febbraio 2004, n. 3370, in *Foro it.*, 2004, I, p. 2142.
- Cass., 23 marzo 2004, n. 5718.
- Cass. 24 agosto 2004, n. 16707, in *Giur. comm.*, 2005, p. 246.
- Cass., 13 ottobre 2005, n. 19883.
- Cass., 17 gennaio 2007, n. 1045, in *Giur. comm.*, 2009, p. 431.
- Cass., 3 aprile 2007, n. 8359.
- Cass., 17 luglio 2007, n. 15950.
- Cass., 18 luglio 2007, n. 15963, in *Giur. it.*, 2007, p. 2754.
- Cass., 5 marzo 2008, n. 5963, in *Foro it.*, 2009, p. 2195.
- Cass., 28 aprile 2010, n. 10215, in *Banca borsa*, 2012, p. 131.
- Cass., 20 dicembre 2011, n. 27648.
- Cass., 18 febbraio 2016, n. 3186.
- Cass., 10 marzo 2016, n. 4718.
- Cass., 23 marzo 2016, n. 5762.
- Cass., 15 aprile 2016, n. 7545.
- Cass., 12 luglio 2016, n. 14188, in *Giur. it.*, 2007, p. 2761.

Cass., 19 dicembre 2016, n. 26191.

Cass., 22 giugno 2017, n. 15470.

Cass., 3 ottobre 2019, n. 24738.

Appello

App. Roma, 9 marzo 1987, in *Giur. merito*, 1987, p. 1137

App. Roma, 20 maggio, 1995.

App. Milano, 5 luglio 1935, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1937, p. 86.

App. Milano, 16 giugno 1995, in *Società*, 1995, 1562.

App. Milano, 30 marzo 2001, in *Giur. Comm.*, 2002, p. 200.

App. Milano 28 gennaio 2009, in *Società*, 2010, p. 339.

App. Cagliari, 26 settembre 2016, 1018 in *Giur. comm.*, 2019, I, p. 468 ss.

App. Firenze, 14 ottobre 2020, n. 79.

Tribunale

Trib. Roma, 19 luglio 1986, in *Foro it.*, 1986, I, c. 2284.

Trib. Roma, 9 maggio 2017.

Trib. Milano, 17 aprile 1989, in *Società*, 1989, p. 939.

Trib. Milano, 14 settembre 1992, in *Società*, 1993, p. 511.

Trib. Milano, 2 novembre 2004, in *Giur. it.*, 2005, p. 528.

Trib. Milano, 27 febbraio 2008, n. 2589.

Trib. Milano, 3 giugno 2008, n. 7223.

Trib. Milano, 25 ottobre 2006, n. 11661.

Trib. Milano, 24 ottobre 2008, n. 12568.

Trib. Milano, 30 giugno 2009, n. 8646.

Trib. Milano, 9 luglio 2009, n. 81629.

Trib. Milano, 16 giugno 2009.

Trib. Milano, 20 dicembre 2013, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

Trib. Milano, 16 giugno 2014, in *Giur.it*, 2015, p. 674 ss.

Trib. Milano, 11 aprile 2021, n. 2751, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

Trib. Milano, 12 luglio 2021, n. 6058.
Trib. Milano, 19 marzo 2021, n. 2327.
Trib. Rovigo, 15 giugno 2021, n. 448.
Trib. Torino, 23 settembre 2020, n. 3237.
Trib. Spoleto, 05 dicembre 2019, n. 939.
Trib. Catania, 29 maggio 2017, n. 2518.
Trib. Pavia, 27 aprile 2022, n. 582.
Trib. Brindisi, 30 aprile 2020, n. 542.
Trib. Ravenna, 21 febbraio 2019, n. 186.

Ordinanze

Ordinanza Trib. Bologna, 23 luglio 2018.

Giurisprudenza amministrativa

T.A.R., Napoli, 2 luglio 2012, n. 3116.

GIURISPRUDENZA INTERNAZIONALE

Guth v. Loft, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).
Coben v. Beneficial Industrial Loan Corp., 337 U.S 541 (1949).
Aronson v. Lewis, Del. Supr., 473 A.2d 805, 812 (1984).
Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 872-73 (Del. 1985).
Levin v. May, 887 So.2d 497, 2003-2205 (La. App. 1st Cir., 17 Sept. 2004).
The Walt Disney Company Derivative Litigation No. CIV. 15452 (Del. Ch. Aug. 9, 2005).
App. Orléans, 21 marzo 2002 in *Dir. soc.*, 2003, n. 2, p. 10.

PROVVEDIMENTI DELLE AUTORITÀ

Consob Comunicazione n. DEM/3074183 del 13 novembre 2003.

Comunicazione n. 92005380 del 24 luglio 1992, in Bollettino n. 5/97, edizione speciale

Consiglio notarile di Milano, Massima n. 171 del 27 novembre 2018.