

LETTERE DI INTENTI, *DUE DILIGENCE* E TRATTATIVE NEGLI ACQUISTI DI AZIONI E QUOTE



Valerio SANGIOVANNI

Avvocato in Milano – Rechtsanwalt in Francoforte sul Meno

Le acquisizioni di partecipazioni societarie sono di norma precedute da una lettera di intenti, cui fa seguito un'attività di due diligence da parte del potenziale acquirente. Sia che le successive trattative giungano a esito positivo, mediante la conclusione del contratto di acquisizione, sia che esse si arenino, si pongono nella prassi problemi applicativi di vario genere. L'obiettivo di questo scritto è quello d'indagare le problematiche che si pongono nelle fasi preliminari (due diligence e trattative) delle acquisizioni societarie. La materia è di considerevole rilevanza pratica, anche se risulta tutto sommato relativamente poco trattata in giurisprudenza, probabilmente per il fatto che le liti sul punto vengono generalmente risolte per via arbitrale (e rimangono pertanto riservate).

1

LA DUE DILIGENCE COME STRUMENTO DI RACCOLTA DI INFORMAZIONI

In questo articolo ci occupiamo delle fasi che precedono la conclusione del contratto di acquisizione di partecipazioni sociali¹; in particolare ci soffermeremo sulle lettere di intenti², sull'attività di *due diligence* e sulle trattative fra le parti, che precedono e fanno seguito alla conclusione di una prima lettera di intenti. In tali contesti si possono porre di-

versi problemi degni di attenzione: rischio di vincolatività delle posizioni provvisoriamente assunte dalle parti nella lettera di intenti, tutela della riservatezza e anche questioni di responsabilità civile.

La considerazione da cui partire è che chi compra una partecipazione sociale si limita – dal punto di vista giuridico – a comprare azioni o quote (l'oggetto della compravendita sono le partecipazioni sociali), ma indirettamente compra anche una parte della società cui la partecipazione si riferisce³. Dal punto di vista economico, insomma, l'effetto dell'ac-

1 Sul contratto di acquisizione di partecipazioni sociali cfr. AA.VV. "I contratti di acquisizione di società ed aziende", a cura di Draetta U., Monesi C., Giuffrè, Milano, 2007; De Nova G. "Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato", Giappichelli, Torino, 2011; Picone L. "Contratti di acquisto di partecipazioni azionarie", ed. Il Sole-24 Ore, Milano, 1995.

2 Con riferimento alla natura delle lettere di intenti v., di recente, Mazzone L.C. "Sulla qualificazione giuridica della lettera di intenti", *Riv. giur. lav. prev. soc.*, 2014, II, p. 86 e ss.

3 In materia di cessione di partecipazioni sociali cfr., a titolo esemplificativo, Benetti M. "Cessione di quote: effi-

quisto è dunque l'assunzione – in misura proporzionale – di tutte le attività e le passività riconducibili alla società. In questo contesto il problema principale per il compratore è che, essendo generalmente un soggetto estraneo alla società bersaglio, non ne conosce le caratteristiche e potrebbe commettere dei significativi errori di valutazione. Laddove l'acquirente comprasse la partecipazione senza accurate verifiche preliminari, si esporrebbe al rischio di sorprese negative rispetto alle sue aspettative, nel senso che la partecipazione potrebbe risultare sopravvalutata. In altre parole, anche nel contesto delle acquisizioni societarie – come, del resto, nella conclusione di molti altri contratti – si pone con forza il problema delle asimmetrie informative e della necessità di colmarle. In altri settori esistono disposizioni finalizzate a rimuovere tali squilibri informativi⁴, generalmente motivate dall'esigenza di tutelare una delle parti contrattuali che il legislatore presume essere debole rispetto all'altra. Nel contesto delle operazioni societarie di acquisizione non esistono invece norme espresse che impongono un comportamento del genere. Ciò è dovuto, fra l'altro, al fatto che non esiste una disciplina *ad hoc* del contratto di acquisizione di partecipazioni sociali nel nostro ordinamento.

Attesa siffatta lacuna normativa, **la comunicazione d'informazioni nel contesto delle acquisizioni societarie è rimessa alle decisioni delle parti**, e dipende dalla loro diligenza nonché dal loro potere contrattuale: il venditore possiede le informazioni necessarie, ma spetta all'acquirente raccogliere (e giudicare) tali informazioni. Questi flussi informativi (non obbligatori, ma usuali nella prassi) sono rischiosi e possono determinare **problemi di responsabilità civile**: gli amministratori che agiscono per il venditore possono essere chiamati a rispondere nei casi in cui forniscono informazioni riservate con leggerezza; viceversa gli amministratori che agiscono per l'acquirente possono essere chiamati a rispondere quando non raccolgono sufficienti informazioni (oppure le valutano in modo sbagliato)⁵.

Al fine di ridurre i rischi connessi con l'acquisto di partecipazioni sociali, la sottoscrizione del contratto di acquisizione è generalmente preceduta dalla c.d. "*due diligence*"⁶. Talvolta tale attività precede qualsiasi trattativa sui contenuti del contratto di acquisizione. Altre volte la *due diligence* avviene mentre è già in corso la negoziazione del contratto di acquisizione e corre in parallelo con le trattative: in questo caso generalmente l'acquirente si

cacia, opponibilità ed esercizio dei diritti sociali", *Le Società*, 2008, p. 229 e ss.; Carullo G. "Osservazioni in tema di vendita della partecipazione sociale", *Giur. comm.*, 2008, II, p. 954 e ss.; Funari F. "L'applicazione analogica del divieto di non concorrenza alle cessioni di partecipazioni sociali", *Le Società*, 2012, p. 506 e ss.; Parmeggiani F. "In tema di annullabilità della compravendita di azioni", *Giur. comm.*, 2008, II, p. 1185 e ss.; Punzi C. "Le controversie relative alle cessioni e acquisizioni di partecipazioni societarie e le azioni esperibili", *Riv. dir. proc.*, 2007, p. 547 e ss.; Salafia V. "Obbligo di dismissioni di partecipazioni societarie", *Le Società*, 2010, p. 353 e ss.; Scarpa D. "Presupposizione ed equilibrio contrattuale nella cessione di partecipazione sociale", *Giust. civ.*, 2010, II, p. 395 e ss.

- 4 Si pensi, a titolo di esempio, al contesto dell'intermediazione finanziaria, laddove l'art. 21 comma 1 T.U.F. prevede che i soggetti abilitati devono acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati.
- 5 Se la società è quotata, le informazioni a disposizione del potenziale acquirente sono maggiori, dal momento che la quotata è assoggettata a diversi obblighi informativi verso il pubblico. Nel caso di ordinarie società di capitali, soprattutto nel caso si tratti di società chiuse, la quantità d'informazioni di cui un soggetto esterno dispone è insufficiente al fine di garantire un'appropriata valutazione preliminare dei rischi che fanno seguito all'acquisto della partecipazione.
- 6 In tema di *due diligence*, cfr. Bragoli L. "La due diligence legale nell'ambito delle operazioni di acquisizione", *Contratti*, 2007, p. 1125 e ss.; Camagni A. "La due diligence nelle operazioni di acquisizione e valutazione di aziende", *Riv. dott. comm.*, 2008, p. 191 e ss.; Giampaolino C.F. "Ruolo della Due Diligence e onere di informarsi", *AIDA*, 2009, p. 29 e ss.; Picone L. "Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate", *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 234 e ss.

riserva espressamente nella documentazione iniziale, ad esempio nella lettera di intenti o nel *memorandum of understanding* siglati agli inizi delle trattative, di apportare modifiche alla bozza di contratto agli esiti della *due diligence*. Come vedremo nel prosieguo, clausole del genere sono utili per evitare che le bozze contrattuali via via scambiate fra le parti possano essere reputate vincolanti; tale utilità risulta particolarmente evidente se l'attività di *due diligence* non è completata e l'acquirente vuole risersarsi l'inserimento in contratto di pattuizioni specifiche all'esito della verifica.

L'espressione "*due diligence*" è di origine anglosassone e può essere tradotta – letteralmente – con "**diligenza dovuta**": si tratta della diligenza che un avveduto acquirente utilizza nell'effettuare tutte le necessarie verifiche prima di acquistare una partecipazione sociale. Non sussiste un obbligo giuridico espresso di effettuare una *due diligence* prima di comprare una partecipazione; tuttavia gli amministratori della società acquirente che dovessero omettere tale attività rischierebbero di rendersi responsabili nei confronti della società amministrata per avere omesso la cura che è necessaria nello svolgere l'attività di gestore.

Nella prassi, **all'acquirente viene normalmente data l'opportunità di effettuare una serie di verifiche sulla società bersaglio**. L'attività di *due diligence* può essere svolta direttamente dal compratore, laddove disponga di dipendenti sufficientemente competenti in materia (le grandi società, ad esempio, hanno personale dedicato all'attività delle acquisizioni e non hanno necessità di rivolgersi all'esterno) oppure, più frequentemente, incaricando degli esperti esterni alla società. Possono essere incaricati esperti di vario genere (commercialisti, avvocati e revisori *in primis*), con i quali viene concluso un apposito contratto e che – per lo svolgimento di tale attività – verranno naturalmente retribuiti dal mandante.

Fino a 5-10 anni fa, la documentazione oggetto di *due diligence* veniva generalmente

predisposta in formato cartaceo e veniva resa accessibile all'acquirente per un certo lasso di tempo in un ambiente fisico a tal proposito predisposto (di qui l'espressione "*data room*": stanza dei dati). In tempi recenti è divenuta più frequente la messa a disposizione delle informazioni in modalità virtuale, ossia mediante caricamento su un supporto elettronico, cui il potenziale compratore può accedere – sempre per un limitato lasso di tempo – a distanza: in questo modo si fanno circolare le informazioni, senza costringere le persone a muoversi fisicamente, con evidente beneficio in termini di costi.

La *due diligence* può avere un oggetto più o meno ampio a seconda dei casi. È importante che il potenziale acquirente, nell'incaricare dei professionisti di effettuare detta indagine, dia istruzioni se lo studio della società bersaglio debba essere analitico oppure solo sintetico. Quale che sia l'opzione preferita, ciò che non può mai mancare in una buona *due diligence* è l'**identificazione dei rischi più significativi** che l'acquisto della partecipazione comporta. I **controlli tipici** che vengono effettuati nell'ambito di una *due diligence* sono quelli di natura **finanziaria, fiscale e legale**. Il controllo finanziario mira a verificare la situazione dei conti della società, ed è dunque strettamente connessa con la determinazione del valore della partecipazione e del prezzo da corrispondersi. Le verifiche di tipo fiscale mirano essenzialmente a controllare se la società ha adempiuto correttamente ai suoi obblighi nei confronti del fisco: attività particolarmente delicata, in considerazione dei notevoli poteri di cui dispone l'autorità pubblica per il recupero dei propri crediti tributari e che potrebbe dare adito a sopravvenienze passive rilevanti. La *due diligence* legale ha lo scopo di stabilire se esistono dei rischi di tipo legale. In linea di principio l'acquirente vorrà effettuare ampi controlli sulla società da acquisirsi (anche se, generalmente, dovrà sopportare costi tanti maggiori quanto più ampio è l'oggetto d'indagine), mentre il venditore tenderà a preferire che tale indagine non sia eccessivamente invasiva.

All'esito dell'attività di *due diligence*, viene generalmente preparata una relazione scritta – indirizzata al potenziale acquirente della partecipazione nella quale vengono descritti i rischi che l'acquisto delle quote/azioni comporta. Nella prassi si riscontrano peraltro anche *due diligence* ordinate dal venditore, il quale – in caso di organizzazioni imprenditoriali complesse – potrebbe avere la necessità di fare il punto sulle proprie strutture al fine di negoziare al meglio il contratto e di spuntare condizioni migliori, obiettivi che sono più facilmente realizzabili se lo stesso venditore è in possesso di informazioni accurate, aggiornate e dettagliate sulla società.

Lo scopo della *due diligence* è dunque duplice. Da un lato, essa ha finalità meramente informativa per l'acquirente: conoscere meglio le caratteristiche della società che intende acquisire. Da un altro lato la *due diligence* ha un obiettivo specifico, consistente nell'identificare i rischi che la società bersaglio presenta. Una volta identificati tali rischi, il potenziale acquirente ha, in sostanza, la seguente alternativa: comprare la partecipazione oppure, se reputa i rischi identificati eccessivi e non eliminabili, rinunciare all'acquisto. Nel caso in cui il potenziale compratore decida di procedere all'acquisto, spetta al contratto di acquisizione prevedere apposite clausole che consentano di eliminare-ridurre i rischi. Vi è pertanto uno stretto legame fra l'attività di *due diligence*, la scelta se investire o meno, le successive negoziazioni e, infine, il contenuto del contratto di acquisizione.

L'attività di *due diligence* viene talvolta riflessa in un'apposita clausola del contratto di acquisizione. Grazie alla verifica preliminare sulla società bersaglio, l'acquirente è venuto

a conoscenza delle caratteristiche fondamentali della società da acquisirsi, comprese le criticità che la riguardano: ciò gli consente di determinare (e concordare con la controparte) il "giusto" prezzo della partecipazione. Il venditore non vuole che il compratore possa, successivamente al perfezionamento dell'acquisizione, attivare garanzie che gli permettano di conseguire un risarcimento (economicamente equivalente a una riduzione del prezzo)⁷. Al fine di conseguire un risultato del genere (per così dire di "cristallizzazione" del prezzo di acquisto, evitando successive alterazioni del medesimo), il venditore talvolta insiste per l'inserimento in contratto di una clausola con la quale l'acquirente dichiara di avere effettuato accurati controlli sulla società e, al meglio delle sue conoscenze, di non avere riscontrato alcuna circostanza che gli potrebbe consentire di attivare una garanzia. Questa previsione impedisce comportamenti scorretti dell'acquirente, il quale potrebbe teoricamente – individuati in anticipo i vizi – tacere sui medesimi, per poi chiedere, appena perfezionato il contratto, un risarcimento del danno.

2

TRASMISSIONE D'INFORMAZIONI E RESPONSABILITÀ DEGLI AMMINISTRATORI NELLE ACQUISIZIONI

L'attività di *due diligence* comporta che un soggetto (il potenziale venditore) fornisce informazioni mentre un altro soggetto (il potenziale acquirente) riceve informazioni. A seconda dei casi venditore e acquirente possono

7 Sul tema delle garanzie nei contratti di compravendita delle partecipazioni sociali cfr. Bonelli F. "Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento: le garanzie del venditore", *Dir. comm. int.*, 2007, p. 293 e ss.; Casella P. "I due sostanziali metodi di garanzia al compratore", in "Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento", a cura di Bonelli F., De André M., Giuffrè, Milano, 1990, p. 131 e ss.; Cherti S. "Cessione di pacchetti azionari e garanzie convenzionali", *Contratti*, 2013, p. 1035 e ss.; D'Alessandro C. "Vendita di partecipazioni sociali e promessa di qualità", *Giust. Civ.*, 2005, I, p. 1071 e ss.; Fusi A. "La vendita di partecipazioni sociali e la mancanza di qualità", *Le Società*, 2010, p. 1203 e ss.; Renna L. "Note su un tema dibattuto: la vendita di azioni o quote di società e le garanzie dell'alienante", *Giur. It.*, 2008, p. 365 e ss.

essere persone fisiche oppure giuridiche. Se si tratta di persone fisiche, possono ricoprire (o meno) la carica di amministratore e avere dunque accesso (o meno) alle informazioni societarie. Se si tratta di persone giuridiche, la loro attività è "intermediata" dagli amministratori che agiscono per esse. Nella prassi pertanto le fattispecie che si possono realizzare sono molto varie.

Assumendo che i due attori (venditore e compratore) dell'operazione siano **società di capitali**, si pone il problema della possibile responsabilità degli amministratori che agiscono in nome e per conto di esse. I gestori potrebbero rispondere nei confronti della propria società nel caso in cui non hanno adottato tutte le necessarie cautele in sede di *due diligence*. Tale problematica sussiste sia per gli amministratori della venditrice sia per gli amministratori dell'acquirente: nel caso del venditore vi potrà essere responsabilità nel caso di dazione superficiale d'informazioni riservate, nel caso dell'acquirente vi potrà essere responsabilità nel caso di raccolta insufficiente (o di inadeguata elaborazione) delle informazioni.

La possibile responsabilità degli amministratori della società che intende vendere la partecipazione

L'osservazione da cui partire è che **un positivo svolgimento dell'attività di due diligence implica la collaborazione della società da acquisirsi**, la quale deve mettere a disposizione il materiale richiesto. Nella prassi il potenziale acquirente si rivolge al potenziale venditore presentando un elenco di documenti e informazioni (*check list*) che desidera avere al fine di valutare la fattibilità e la convenienza

dell'operazione di acquisizione. L'attività di preparazione del materiale è di competenza degli amministratori della società bersaglio, i quali però, a loro volta, si avvalgono generalmente di consulenti esterni.

Può capitare che, a fronte di un socio che intende vendere la propria partecipazione, non vi sia collaborazione da parte della società partecipata nel mettere a disposizione del potenziale acquirente le informazioni richieste. Questo problema non si pone quando il socio persona fisica è anche amministratore della società, potendo – in tale qualità – avere accesso diretto alle informazioni e trasmetterle ai terzi; in alcuni casi, però, il socio non riveste alcuna carica amministrativa. Il problema del possibile conflitto fra socio che intende vendere e società partecipata deve allora essere affrontato dal socio esercitando il suo diritto d'informazione nei confronti della società. Mediante l'esercizio di tale diritto, il socio raccoglie il materiale da mettere poi a disposizione del potenziale acquirente. Sul punto va peraltro operata una distinzione fra la srl e la spa: come è noto, mentre nel primo tipo societario è riconosciuto un ampio diritto del quotista all'informazione (art. 2476 comma 2 c.c.)⁸, nella spa manca una disposizione che preveda un così esteso diritto d'informazione dell'azionista. L'art. 2422 c.c. consente agli azionisti di fare poco: solo di esaminare il libro dei soci e quello delle adunanze e delle deliberazioni delle assemblee. Il legislatore tiene in considerazione la differente natura dei due tipi societari e struttura diversamente il diritto di informazione-controllo. In una società che si assume di norma con pochi soci, come la srl, il diritto di controllo è riconosciuto con ampiezza; viceversa in un tipo societario come la spa, che – in ipotesi –

8 Sul diritto di controllo e informazione del quotista cfr. Fernandez G. "I poteri individuali di controllo del socio non amministratore nella «nuova» s.r.l.", Cedam, Padova, 2010; Guidotti R. "I diritti di controllo del socio nella s.r.l.", Giuffrè, Milano, 2007. V. inoltre, fra i molti, Cesiano D. "Il (limitato?) diritto di consultazione del socio amministratore nella s.r.l.", *Le Società*, 2010, p. 1131 e ss.; Pisapia A. "Il controllo del socio nella S.r.l.: oggetto, limiti e rimedi", *Le Società*, 2009, p. 505 e ss.; Sangiovanni V. "Diritto di controllo del socio di s.r.l. e autonomia statutaria", *Notariato*, 2008, p. 671 e ss.; Sanna V. "L'ambito di applicazione dei diritti di controllo spettanti ai "soci che non partecipano all'amministrazione" nella s.r.l.", *Giur. comm.*, 2010, I, p. 155 e ss.

può presentare una compagine sociale ampia, viene maggiormente tutelata la riservatezza della società. Ne consegue che, mentre nella srl, il quotista potrà abbastanza agevolmente raccogliere informazioni da dare al potenziale acquirente, nella spa non è affatto pacifico che l'azionista possa conseguire tale risultato, laddove non vi sia la cooperazione fattiva della società partecipata.

Nella spa il problema dell'assenza di una disposizione espressa che preveda un ampio diritto di controllo-informazione dell'azionista può probabilmente essere risolto ricostruendo un dovere d'informazione degli amministratori della società partecipata derivante dal generale obbligo di comportarsi secondo buona fede nell'espletamento del loro mandato nell'interesse della società⁹. Ne consegue che, laddove la richiesta del socio non sia pretestuosa (e, più in generale, laddove non vi osti l'interesse sociale), i gestori vi devono dare seguito.

Al fine di evitare danni in capo alla società in conseguenza della comunicazione d'informazioni al potenziale acquirente, è sicuramente consigliabile che gli amministratori della società partecipata dal socio facciano precedere la trasmissione d'informazioni dalla sottoscrizione di un accordo di riservatezza (in inglese "*confidentiality agreement*" o "*non disclosure agreement*"), con il quale il terzo – potenziale acquirente – si impegna a non divulgare e a non utilizzare i dati e le notizie di cui verrà a conoscenza. Il gestore avveduto concede dunque l'accesso alle informazioni richieste da terzi, ma fa precedere tale attività dalla firma di un accordo di riservatezza, la cui violazione espone il potenziale acquirente all'obbligo di risarcimento del danno. È vantaggioso che tale pattuizione preveda il divieto non solo di comunicare a terzi le informazioni, ma anche di utilizzarle direttamente: laddove il potenziale acquirente fosse un concorrente

della società, le informazioni – pur senza essere comunicate a terzi – potrebbero essere comunque utilizzate a nocimento della società che le ha fornite.

Comunque anche nella srl, pur in presenza di un ampio diritto di controllo-informazione del quotista stabilito direttamente dalla legge, **possono sorgere conflitti fra il socio e gli amministratori in riferimento all'esercizio del diritto d'informazione** quale strumento per consentire poi a terzi l'accesso a dati e notizie. Anche in questo tipo societario permettere al potenziale acquirente l'accesso alla documentazione può difatti essere rischioso nei casi in cui il terzo sia portatore d'interessi in conflitto con quelli della società, ad esempio nell'ipotesi in cui vi sia in corso un contenzioso oppure si tratti di un soggetto che svolge attività concorrenziale. Potrebbe pertanto capitare che gli amministratori si oppongano alla richiesta d'informazioni avanzata dal socio.

La legittimità di un tale comportamento degli amministratori è discussa. Da un lato si può sostenere che il diritto d'informazione del quotista non conosce limiti e i gestori sarebbero obbligati a dare le informazioni richieste; sarebbe poi il socio che non ne fa un uso appropriato, cedendo l'informazione riservata a terzi, a rispondere nei confronti della società. Da un altro lato si può però argomentare anche nel senso che l'amministratore può negare la dazione d'informazioni, quando sussiste il rischio concreto che le informazioni vengano usate a danno della società. Bisogna dire che, nell'ordinamento tedesco, la questione è stata risolta espressamente dalla legge, la quale prevede che gli amministratori possono rifiutare le informazioni quando vi è da temere che il socio le possa utilizzare per scopi estranei a quelli sociali e da tale comportamento possa derivare alla società un danno non irrilevante¹⁰. Una disposizione simile non

9 Cfr., per questa impostazione, Tombari U. "Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence", *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 70 e ss.

10 § 51a comma 2 della legge tedesca sulla società a responsabilità limitata.

è tuttavia prevista nel nostro ordinamento, lasciando così aperto il dibattito.

A chi scrive pare più convincente l'interpretazione per cui **l'amministratore è legittimato a negare l'accesso alle informazioni quando vi è il rischio di danno per la società**. Il fatto che risponda il socio non può essere ritenuto sufficiente a garantire la società nel suo complesso. Il timore cui ci si riferisce può essere bene illustrato con un esempio: si immagina un socio che detiene solo il 5% del capitale della società, senza essere amministratore, e che ottiene dai gestori informazioni riservate che poi trasmette a un potenziale acquirente (che è anche un concorrente). In un'ipotesi del genere i titolari del 95% del capitale subirebbero un danno, in caso di mancata acquisizione, che può invece essere agevolmente evitato non dando le informazioni. Si è già accennato sopra come il mandato che lega gli amministratori alla società implica che questi si debbano comportare secondo buona fede e facendo gli interessi della struttura societaria. A queste condizioni si può affermare che il gestore che teme fondatamente che le informazioni possano essere utilizzate contro la società debba rifiutarsi di darle a terzi.

La posizione dell'amministratore della società partecipata, alla luce dell'assenza di disposizioni espresse, risulta in questi contesti particolarmente delicata. Se le informazioni vengono date al potenziale acquirente, può essere ritenuto responsabile per mancata precauzione nella loro dazione. Se invece le informazioni vengono negate, il socio richiedente potrebbe astrattamente farne valere ugualmente la responsabilità, cercando di dimostrare un mancato guadagno derivante dall'impossibilità di cedere la partecipazione a causa del fatto che il terzo non ottiene le informazioni che desidera e che reputa necessarie per valutare la sensatezza dell'acquisto. Come detto, **la soluzione pratica a questa difficile alternativa consiste nella previa sottoscrizione di un accordo di confidenzialità**, il quale garantisce la dazione di informazioni con contestuale riservatezza delle stesse: se l'accordo è munito di sanzioni

appropriate (ad esempio clausole penali), può essere un utile strumento che facilita l'operazione facendo venire meno l'incentivo ad abusare delle informazioni.

La possibile responsabilità degli amministratori della società che intende acquistare la partecipazione

Se poi si considera la compravendita della partecipazione dalla prospettiva opposta (quella del compratore), si possono specularmente porre problemi di responsabilità degli amministratori della società acquirente. A questi potrebbe essere contestato di non avere effettuato tutte le necessarie verifiche prima di procedere all'acquisizione. In altre parole, mentre la contestazione che può essere mossa agli amministratori della società detenuta dal venditore è di avere dato "troppe" informazioni alla controparte, l'obiezione che può essere mossa ai gestori dell'acquirente è di avere raccolto "troppo poche" informazioni.

Nel valutare la responsabilità degli amministratori (e in particolare di quelli che intervengono per la società acquirente), va peraltro tenuto conto che essi di solito si avvalgono di consulenti professionisti e retribuiti. La circostanza di avvalersi di tali ausiliari esterni potrebbe attenuare il livello di responsabilità. A ciò si aggiunga che, talvolta, il fatto di non essere riusciti a raccogliere informazioni non è espressione di negligenza degli amministratori, ma è dovuta al rifiuto della controparte. In altre parole anche l'ottenimento di informazioni preliminari alla conclusione del contratto di acquisizione è oggetto di trattative e non è detto che la parte venditrice sia disponibile a fornire tutte le informazioni richieste. La responsabilità degli amministratori dell'acquirente potrà pertanto affermarsi in casi residuali. Si immagina l'ipotesi di grave negligenza in cui non sia stata chiesta alcuna informazione alla controparte, effettuando un acquisto della partecipazione del tutto incauto. Oppure si pensi al caso in cui siano state chieste al venditore informazioni, che

non sono però state fornite, e gli amministratori abbiano comunque proceduto a comprare la partecipazione nonostante mancassero informazioni assolutamente cruciali al fine di un'appropriate valutazione della società bersaglio¹¹.

3

GLI ACCORDI DI RISERVATEZZA NELLE COMPRAVENDITE DI PARTECIPAZIONI

Nel processo di *due diligence* vengono messe a disposizione del potenziale acquirente informazioni. Tali informazioni sono per definizione **riservate**, in quanto – se fossero pubbliche o comunque accessibili al pubblico – il compratore non avrebbe necessità di rivolgersi al venditore per ottenerle. Si pensi ai dati contenuti nel Registro delle imprese, che è pubblico (art. 2188 comma 3 c.c.): l'acquirente non ha alcun bisogno di rivolgersi al venditore, potendo recuperare da solo tali dati. Il problema è che le informazioni che sono già pubbliche non bastano generalmente per valutare in modo appropriato la convenienza di un'acquisizione societaria.

Si accennava sopra al fatto che, considerata la natura riservata (almeno di alcune) delle informazioni che vengono trasmesse nel contesto di una *due diligence*, **sussiste il pericolo che il potenziale acquirente usi tali informazioni a danno della società da acquisirsi**. Ciò può capitare quando le trattative non vanno a buon fine e il terzo si avvale successivamente delle informazioni raccolte per scopi diversi (e il rischio è particolarmente elevato quando il mancato acquirente è un concorrente della società bersaglio). L'utilità di accordi di riservatezza è maggiore quan-

do le attività della società da acquisirsi sono prevalentemente o in misura significativa di natura immateriale. Nella prassi il problema della **tutela della riservatezza delle informazioni** viene generalmente risolto mediante appositi accordi fra le parti che vengono conclusi prima di dare accesso alle informazioni. Tali pattuizioni prevedono il divieto di comunicare a terzi le informazioni nonché il divieto di utilizzare in proprio le informazioni.

Dal punto di vista formale, l'accordo di riservatezza può essere un documento separato oppure può essere una clausola di un accordo che si occupa anche di altri aspetti. Ad esempio, una lettera di intenti che illustra le caratteristiche dell'operazione può contenere una o più clausole dedicate alla segretezza.

A maggior ragione se il documento è ampio e complesso, è importante – per evitare equivoci – che si faccia chiarezza in merito alla vincolatività degli accordi sulla riservatezza anche per il periodo successivo a quello in cui la lettera di intenti cessa di produrre effetti (ad esempio, in quanto l'operazione non si realizza e la lettera di intenti si risolve). In altre parole, è sensato che gli accordi di riservatezza non contengano alcuna durata o, al più, una durata particolarmente lunga, dovendo difatti – per la loro stessa natura – estendersi anche oltre il periodo delle trattative. Nel caso il potenziale acquirente compri la partecipazione sociale, tali accordi perdono di significato in quanto il compratore diventa proprietario – almeno *pro quota* – della società e potrà usare legittimamente tali informazioni. La funzione degli accordi di riservatezza si esplica invece al massimo grado quando le trattative falliscono e la partecipazione non viene comprata: è difatti proprio in questo caso che il mancato acquirente potrebbe comunicare le informazioni oppure utilizzarle

11 Talvolta la negligenza dei gestori può riguardare aspetti particolari, che potrebbero apparire secondari, ma che in realtà – rispetto alla società da acquisirsi – rivestono importanza centrale: si immagini il caso dell'acquisto di azioni di una società farmaceutica, la cui attività principale è un brevetto, che risulta – *post* acquisizione – non essere stato validamente conseguito o scaduto. Un'accurata verifica dei diritti di proprietà intellettuale avrebbe consentito di accertare, prima della conclusione del contratto, che il valore della società doveva reputarsi decisamente inferiore in considerazione di tale manchevolezza.

in proprio. Ne consegue **la necessità che gli accordi di riservatezza producano effetti anche dopo che le trattative sono definitivamente tramontate.**

La violazione degli accordi di riservatezza determina la **responsabilità civile** del potenziale acquirente. Tale responsabilità è **contrattuale**, esistendo difatti un contratto (l'accordo di riservatezza) che la fonda. Se sussiste un obbligo di segretezza e questo viene violato, il soggetto che ha violato l'obbligazione può essere chiamato a risarcire il danno. La tematica dell'accertamento e della quantificazione del danno da inosservanza dell'obbligo di riservatezza può trovare un'apposita regolazione nel medesimo accordo di riservatezza. È comune nella prassi (e importante per un'appropriata tutela del potenziale venditore) che **gli accordi prevedano delle sanzioni espresse per il caso di violazione.** Tali sanzioni possono essere essenzialmente di due tipi: l'obbligo di risarcire il danno secondo le regole generali oppure la previsione di una **clausola penale.** La statuizione in contratto del generico obbligo di risarcire il danno si può rivelare, per il soggetto che subisce la diffusione delle informazioni riservate che lo riguardano, uno strumento poco efficace. Si possono difatti verificare problemi nella quantificazione del nocumento subito in conseguenza della diffusione/utilizzazione delle informazioni: ne possono nascere contenziosi dall'esito incerto. Più efficace può invece essere la previsione di una clausola penale, in quanto tale pattuizione esenta dalla (non sempre facile) prova del danno (art. 1382 comma 2 c.c.). La clausola penale ha peraltro una controindicazione, in quanto il danno è limitato alla somma indicata nella clausola medesima (art. 1382 comma 1 c.c.) e il ristoro potrebbe risultare

insufficiente. La disposizione non è peraltro imperativa e il venditore fa bene a inserire in contratto la specificazione che *"è fatto salvo il diritto al risarcimento dei danni ulteriori"*.

4

LA RESPONSABILITÀ DA INTERRUZIONE DELLE TRATTATIVE

Quando le trattative fra il venditore e l'acquirente vanno a buon fine, si giunge alla conclusione di un contratto di acquisizione della partecipazione sociale e i problemi di eventuale risarcimento del danno verranno regolati sulla base delle clausole di garanzia contenute in tale contratto (posto che il contratto le contenga; altrimenti secondo le regole generali in tema di responsabilità civile). Può peraltro ben capitare, per le ragioni più diverse, che le trattative fra il venditore e l'acquirente non giungano a buon fine, nel senso che il contratto di acquisizione non viene concluso. Il fallimento delle negoziazioni può essere riconducibile alle più diverse circostanze: ad esempio, il potenziale compratore valuta come non conveniente dal punto di vista industriale l'acquisizione oppure, pur essendo interessato all'operazione, il venditore pretende un prezzo eccessivamente elevato oppure l'acquirente ritiene che non sussistano tutele sufficienti contro i rischi conseguenti all'acquisizione. Nel caso d'interruzione delle trattative, se tale rottura è ingiustificata, si possono porre problemi di responsabilità civile¹². Il tipo di responsabilità che rileva in questi casi è quella **precontrattuale**. In linea di principio non è possibile, difatti, parlare di responsabilità contrattuale, fino a quando il

12 In argomento di trattative societarie e responsabilità civile cfr. la monografia di Franciosi L.M. "Trattativa e due diligence: tra culpa in contrahendo e contratto", Giuffrè, Milano, 2009. Sulla tematica della responsabilità da ingiustificata interruzione delle trattative v. inoltre Afferni G. "Responsabilità precontrattuale e rottura delle trattative: danno risarcibile e nesso di causalità", *Danno resp.*, 2009, p. 469 e ss.; Delconte R.C. "Responsabilità per ingiustificata rottura delle trattative", *Contratti*, 2004, p. 12 e ss.; Forte F., Forte M.S. "Regole di correttezza e buona fede durante le trattative: natura della responsabilità precontrattuale", *Corr. giur.*, 2013, p. 5 e ss.; Pardolesi P. "Recesso nelle trattative: un esercizio di comparative law and economics", *Danno resp.*, 2005, p. 599 e ss.

contratto non è venuto a esistenza; non potrà in particolare affermarsi una responsabilità da inadempimento contrattuale quale quella che statuisce l'art. 1218 c.c.¹³

La base normativa della responsabilità di chi interrompe ingiustificatamente le negoziazioni è l'art. 1337 c.c., che impone alle parti, nello svolgimento delle trattative, di comportarsi secondo buona fede¹⁴. Si tratta allora di capire cosa si debba intendere con buona fede nello svolgimento delle trattative: laddove difatti l'interruzione è conforme a "buona" fede, non esistono gli estremi per affermare la responsabilità civile della controparte; quando invece l'interruzione delle trattative avviene in "mala" fede, vi sono i margini per affermare la responsabilità del soggetto interessato. Comportarsi secondo buona fede nelle trattative significa, in sostanza, non creare nella controparte l'ingiustificato affidamento sulla serietà dell'intenzione di voler concludere il contratto. Si può pertanto ritenere civilmente responsabile per indebita conduzione di trattative il soggetto che non è realmente interessato alla conclusione del contratto, ma – ciò nonostante – continua a trattare, salvo poi abbandonarle improvvisamente senza un apparente motivo. In linea di principio le parti sono libere di concludere o di non concludere il contratto che stanno negoziando. Sul punto la Corte di Cas-

sazione ha deciso che, nella fase antecedente alla conclusione di un contratto, le parti hanno, in ogni tempo, piena facoltà di verificare la propria convenienza alla stipulazione e di richiedere tutto quanto ritengano opportuno in relazione al contenuto delle reciproche, future obbligazioni, con conseguente libertà, per ciascuna di esse, di recedere dalle trattative indipendentemente dall'esistenza di un giustificato motivo, con il solo limite del rispetto del principio di buona fede e correttezza, da intendersi, fra l'altro, come dovere d'informazione della controparte circa la reale possibilità di conclusione del contratto, senza omettere circostanze significative rispetto all'economia del contratto medesimo¹⁵.

Rimane infine il problema d'individuare le tipologie di danno che possono essere chieste alla parte che ha ingiustamente interrotto le trattative. L'art. 1337 c.c. non specifica quali siano i tipi di danno che si possono far valere, ma la distinzione fondamentale è – secondo la disposizione generale (cfr. il combinato disposto degli artt. 1223 e 2056 c.c.) – quella fra danno emergente e lucro cessante¹⁶. Il danno emergente sono le spese occorse per le trattative (ad esempio spese di viaggio oppure spese per consulenti). Il lucro cessante è, come sempre, più difficile da provare, ma si immagina il caso in cui – per effetto di trattative che durano settimane – sfumi un affare alternativo.

13 Proprio per l'assenza di un contratto, la giurisprudenza tende a qualificare come extracontrattuale la responsabilità precontrattuale. Ad esempio, Cass. 16.7.2001 n. 9645, *Foro It.*, 2002, c. 805 e ss., ha affermato che la responsabilità precontrattuale, configurabile per violazione del precetto posto dall'art. 1337 c.c., costituisce una forma di responsabilità extracontrattuale, che si collega alla violazione della regola di condotta stabilita a tutela del corretto svolgimento dell'*iter* di formazione del contratto, sicché la sua sussistenza, la risarcibilità del danno e la valutazione di quest'ultimo debbono essere vagliati alla stregua degli artt. 2043 e 2056 c.c.

14 Sulla buona fede nelle trattative cfr. Amendolagine V. "Responsabilità precontrattuale e violazione dell'art. 1337 c.c. per lesione del principio di buona fede: oggettivizzazione della seconda in rapporto alla prima", *Arch. loc. cond.*, 2005, p. 348 e ss.; Capodanno M. "Lettere di intenti, doveri in contrahendo e buona fede nelle trattative", *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 305 e ss.; Gigliotti G. "Trattative, minute e buona fede. La responsabilità da condotta sleale", *Corr. mer.*, 2008, p. 299 e ss.; Putignano A. "Obbligo di buona fede durante le trattative e contratto svantaggioso", *Contratti*, 2014, p. 341 e ss.

15 Cass. 29.5.1998 n. 5297, *Mass. Giur. It.*, 1998.

16 Cass. 27.10.2006 n. 23289, in *Banca Dati Eutekne e Contratti*, 2007, p. 313 e ss., con nota di Cavajoni C., ha deciso che, qualora in prossimità della messa in scena il committente di uno spettacolo receda ingiustificatamente dalle trattative per la conclusione del relativo contratto, il danno subito dagli artisti che abbiano eseguito le attività necessarie per la preparazione della rappresentazione consiste anche nel mancato guadagno per le altre occasioni contrattuali perdate.

LA NON VINCOLATIVITÀ DELLA LETTERA DI INTENTI

La conclusione del contratto di acquisizione di partecipazioni societarie è generalmente preceduta da lunghe negoziazioni che possono durare anche mesi. Tale durata può essere dovuta alla complessità dell'operazione, ma può anche dipendere da altri fattori quali la possibile diffidenza che le parti nutrono reciprocamente oppure da problemi anche solo di tipo linguistico o culturale quando il potenziale venditore e il potenziale acquirente appartengono a Stati diversi.

Di norma, nel caso di negoziazioni complesse come quelle concernenti l'acquisto di partecipazioni sociali, le stesse trattative sono precedute dalla firma di un **documento preliminare denominato "lettera di intenti"**. Non è possibile descrivere in via generale il contenuto di siffatto documento, che varia molto da episodio a episodio. Comunque, in linea di approssimazione, si può affermare che in tale documentazione, da un lato, si illustrano i tratti essenziali dell'operazione, così come è stata finora prefigurata dai contraenti (i cui dettagli però andranno definiti successivamente). Ma soprattutto, da un altro lato e per i fini che qui interessano, le parti specificano generalmente che il documento non è vincolante e, dunque, non obbliga alla conclusione di un contratto. Anche laddove non vi fosse tale specificazione, la lettera di intenti si deve comunque presumere come non vincolante,

anche in considerazione della giurisprudenza della Corte di Cassazione cui si è accennato sopra.

La lettera di intenti non va confusa con il contratto preliminare, il quale è certamente vincolante fra le parti e crea precise obbligazioni: in particolare obbliga le parti alla conclusione del contratto definitivo, anche se generalmente solo al verificarsi di determinate condizioni indicate nel contratto preliminare¹⁷. Con il termine "intento", contenuto nell'espressione "lettera di intenti", ci si riferisce alla volontà delle parti: tale volontà non è però necessariamente indirizzata alla conclusione di un contratto, bensì – almeno in un primo momento – solo ad approfondire la fattibilità della conclusione di un contratto mediante apposite trattative. L'"intento" delle parti è dunque generalmente solo quello di procedere con le negoziazioni: se poi tali trattative riusciranno a soddisfare le diverse aspettative delle parti, verrà concluso un contratto. Occorre pertanto indagare quale sia la reale volontà delle parti: in assenza di elementi che fanno propendere per una soluzione diversa, in generale una mera lettera d'intenti deve presumersi come non vincolante, perché tale è – di norma – la volontà delle parti.

Proprio per le difficoltà che possono sussistere nel ricostruire *ex post* la reale volontà delle parti (e a scanso di equivoci), una **clausola espressa** – contenuta nella lettera di intenti – in cui si specifica che il **documento non è vincolante** è certamente consigliabile nella prassi¹⁸. Ad esempio la clausola potrebbe essere formulata come segue:

"La presente lettera di intenti contiene una prima sezione, sezione A, relativa a disposizioni che delineano alcuni accordi dal valore non vincolante raggiunti fra le parti in merito alla realizzazione della proposta operazione, e contiene altresì una seconda sezione, parte B, relativa a talune disposizioni dal valore vincolante".

17 Sul contratto preliminare di cessione di partecipazioni sociali cfr. Grosso G. "Il contratto preliminare di vendita delle partecipazioni di società di capitali non ancora iscritte nel registro delle imprese", *Giur. comm.*, 2014, II, p. 262 e ss.

18 Cfr. Draetta U. "Trattative e loro documentazione", in AA.VV. "I contratti di acquisizione di società ed azienda", a cura di Draetta U., Monesi C., Giuffrè, Milano, 2007, p. 79 e ss.

Una pattuizione con cui si esclude la vincolatività della lettera di intenti potrebbe anche specificare che **le trattative non si intendono vincolanti fino a quando non si giunga alla sottoscrizione del contratto**. In questo modo si evita il pericolo che una delle parti chieda

all'altra i danni per ingiustificata rottura delle trattative o, caso ancora più grave, chieda che la lettera di intenti (o la successiva documentazione scambiata fra le parti) venga riconosciuta come contratto definitivo. Per esempio la clausola potrebbe essere formulata come segue:

"Le disposizioni di cui alla parte A della lettera di intenti costituiscono mera dichiarazione di intenti e non implicano obbligazioni legalmente vincolanti o efficaci per le parti. Le parti non saranno reciprocamente responsabili in relazione a tali disposizioni fino alla sottoscrizione del contratto. Qualora, per qualsiasi motivo, il contratto non dovesse essere perfezionato ovvero la trattativa fosse sospesa, le parti della presente lettera non saranno reciprocamente responsabili in base alle disposizioni non vincolanti. Le parti rinunciano fin da ora a qualsiasi richiesta di indennizzo in tal senso".

Ai potenziali contraenti della lettera di intenti va consigliato di non fare eccessivo affidamento sulla circostanza che esiste una giurisprudenza che esclude la vincolatività e va invece suggerito di preferire espresse pattuizioni sul punto. Il Tribunale di Monza ha qualificato come "minute" o "puntuazioni" i documenti con cui le parti fissano il contenuto di un contratto che intendono stipulare in futuro, ma in ordine al quale si riservano ulteriori margini di trattative (fissando, nel frattempo, quei particolari su cui l'accordo è stato raggiunto) o intendono verificare con certezza la sussistenza di alcuni presupposti di fatto, per le parti stesse imprescindibili o comunque rilevanti¹⁹. L'autorità giudiziaria monzese ha deciso che, in tali casi, manca un impegno vincolante vero e proprio, sicché le parti conservano la libertà di recesso dalle trattative, con il solo limite costituito

dalla responsabilità precontrattuale prevista dall'art. 1337 c.c. Secondo tali giudici si ha responsabilità precontrattuale solo se lo svolgimento delle trattative sia stato, per serietà, durata e concludenza, tale da ingenerare in una delle parti un ragionevole affidamento nella stipulazione del contratto. Pur esistendo interventi giurisprudenziali come questo, i potenziali contraenti fanno bene a specificare – a titolo prudenziale – che la lettera di intenti non può considerarsi vincolante.

Qualche volta il potenziale venditore concede al potenziale acquirente un **periodo** (ad esempio, di 30 giorni) **di trattative in esclusiva**. Tale concessione può essere contenuta in un accordo a sé stante (in inglese *"exclusivity agreement"*) oppure essere contenuta in una clausola della lettera di intenti. Ad esempio, una clausola di esclusiva potrebbe essere formulata come segue:

"Fino al _____ (data), il potenziale venditore non potrà, né direttamente né indirettamente, sollecitare o accettare offerte, negoziare o in alcun modo considerare le proposte di altri soggetti in merito alla proposta operazione, né comunque intraprendere qualsiasi attività che potrebbe danneggiare gli interessi del potenziale compratore nell'ambito del perfezionamento della stessa o che potrebbe sensibilmente modificare il perimetro dell'operazione proposta".

¹⁹ Trib. Monza 22.8.2007, *Corr. mer.*, 2008, p. 299 e ss., con nota di Gigliotti G.; *Giur. mer.*, 2008, p. 1574 e ss., con nota di Badolato F.

Una pattuizione sulla esclusività, da un lato, rafforza il convincimento reciproco delle parti sulla serietà delle negoziazioni. Ma, soprattutto, tale accordo rileva dal punto di vista civilistico, nel senso che il condurre trattative parallele diventa un comportamento contrario a quanto concordato e come tale inadempimento contrattuale. Nell'ipotesi in cui l'accordo di esclusiva venisse violato da una delle parti, l'altra potrebbe chiedere il risarcimento del danno (e, laddove prevista, attivare la clausola penale).

In assenza di un accordo di esclusiva, il rischio di affrontare dei costi – che poi si rivelano inutili – aumenta. Si immagini il caso che la società Alfa (venditrice) stia negoziando con il potenziale compratore Beta e con il potenziale compratore Gamma. Sia Beta che Gamma vanno incontro a tutti i costi che le trattative comportano (in particolare quelli per i professionisti di cui si avvalgono, spese che possono essere ingenti) senza avere alcuna certezza di addivenire alla conclusione del contratto. Se il contratto verrà concluso con Beta, Gamma subirà dei danni (nel senso di avere affrontato delle spese che si sono rivelate inutili); se il contratto verrà concluso con Gamma, sarà Beta ad avere subito dei danni. Difficilmente potrà tuttavia essere chiesto un risarcimento al potenziale venditore, salvo per il caso in cui il venditore abbia creato in una delle controparti un serio affidamento sull'intenzione di concludere il contratto. La clausola di esclusiva può consentire di evitare questo rischio in capo al venditore, affermando – a scanso di equivoci – che è vietato condurre altre trattative e che l'inosservanza di tale divieto comporta l'obbligo di risarcire il danno che ne deriva.

Sempre in questa ottica di controllo del rischio, i potenziali acquirenti – e ciò capita soprattutto nel caso si tratti di investitori finanziari – possono pattuire con il potenziale venditore il **rimborso delle spese effettuate (cost coverage) nel caso non si giunga alla conclusione del contratto di acquisizione**. Una clausola del genere, in sostanza, è come se predeterminasse l'obbligo di risarcimento

del danno da interruzione ingiustificata delle trattative. Naturalmente non è detto che il venditore sia disponibile ad accettare detta pattuizione, ma – certamente – nel caso lo faccia dimostra la sua volontà di negoziare seriamente verso la conclusione del contratto.

6

L'INTERRUZIONE DELLE TRATTATIVE NELLE ACQUISIZIONI SOCIETARIE

Una volta firmata la lettera di intenti, le parti avviano trattative più concrete, di solito consistenti nello scambio di bozze contrattuali progressivamente più affinate. Una delle parti predispone la prima bozza, che viene poi inviata alla controparte: generalmente ciascun contraente preferisce predisporre tale prima versione, che sarà chiaramente strutturata in favore di chi la ha preparata.

La controparte, ricevuta la prima bozza, apporta le modifiche che ritiene necessarie e/o opportune. Tali desideri di variazione possono essere comunicati alla prima parte sotto forma di elencazione oppure essere inseriti direttamente nel testo contrattuale, di cui viene allora predisposta una bozza modificata, che viene restituita alla prima parte.

Laddove le diversità di visioni sul contenuto del contratto di acquisizione siano particolarmente rilevanti, le parti hanno necessità di incontrarsi per discutere di persona i punti controversi. Successivamente, vengono fatte circolare nuove bozze, che riflettono progressivamente lo stato degli accordi intercorsi.

La complessità delle acquisizioni societarie implica che, di norma, fra le parti vengano scambiate per lungo tempo bozze contrattuali in versioni sempre aggiornate che, progressivamente, riflettono sempre meglio la reale volontà complessiva dei contraenti. Anche se le parti non lo specificano nelle reciproche comunicazioni (oppure nella lettera di intenti), si deve ritenere che – almeno fintantoché non ci si avvicina a un accordo completo su tutti gli aspetti essenziali del contratto – tali

bozze non possano reputarsi definitive e avere valore vincolante per i contraenti.

Questo vale, ovviamente e in particolar modo, per la prima bozza di contratto.

Formalmente la prima bozza di contratto può considerarsi come una proposta in senso tecnico, secondo quanto dispone l'art. 1326 c.c. In ipotesi, la controparte potrebbe accettare immediatamente tale proposta, pervenendosi così alla conclusione del contratto, atteso che – secondo la legge – *"il contratto è concluso nel momento in cui chi ha fatto la proposta ha conoscenza dell'accettazione dell'altra parte"* (art. 1326 comma 1 c.c.). Nella prassi delle negoziazioni fra soggetti professionali è rarissimo che ciò avvenga, non fosse altro perché la prima bozza è generalmente predisposta a tutto vantaggio della parte che l'ha scritta – e non viene pertanto accettata dalla controparte – e serve solo come base di partenza per le successive discussioni. A ciò si aggiunga che difficilmente la prima bozza contiene tutti gli elementi essenziali del contratto che si va a concludere, cosicché è difficile ritenere che le parti abbiano già voluto raggiungere un accordo definitivo in merito.

La Corte di Cassazione ha stabilito che l'avvenuto perfezionarsi di intese su alcuni punti dello stipulando contratto o gli eventuali accordi parziali, per il loro carattere provvisorio e la loro efficacia subordinata all'esito positivo delle trattative, non esulano dall'ambito della fase precontrattuale e non provano la conclusione di un contratto²⁰. Applicando questo principio al contesto delle acquisizioni societarie, un accordo potrà reputarsi raggiunto – al più presto – solo quando la bozza è stata ampiamente affinata mediante lo scambio fra le parti.

In definitiva si tratta di ricostruire la reale volontà delle parti: se esse volessero o meno già vincolarsi quantomeno con riferimento ai punti che sono stati oggetto di trattativa. Nella prassi la ricostruzione della esatta volontà può risultare particolarmente difficile:

di qui l'utilità di specificare sia nella lettera di intenti sia in sede di scambio di bozze contrattuali che l'attuale documentazione non può reputarsi vincolante. Sotto il profilo della tecnica contrattuale, a scanso di equivoci è opportuno specificare che le bozze inviate non devono ritenersi vincolanti. Tale risultato può essere raggiunto una volta per tutte, affermando già nella lettera di intenti che le trattative fra le parti non possono reputarsi vincolanti fino al raggiungimento di un accordo definitivo oppure ripetendo di volta in volta che le bozze inviate non possono ritenersi vincolanti. A queste condizioni, i margini per affermare la responsabilità della controparte per interruzione ingiustificata dalla trattative sono residuali: si può pensare all'ipotesi in cui tutti i testi contrattuali sono stati definitivamente predisposti e una delle parti non si presenta – senza motivo – alla firma del contratto. Più le trattative si trovano in una fase preliminare, più è difficile affermare una responsabilità da interruzione delle negoziazioni. Del resto bisogna osservare che, secondo le comuni regole civilistiche (art. 1328 c.c.), la proposta – e perfino l'accettazione – possono a certe condizioni essere revocate.

Nei casi residuali, in cui **l'interruzione delle trattative può reputarsi come contraria a buona fede**, bisogna stabilire quale sia il rimedio di cui dispone la controparte. Anche se l'art. 1337 c.c. non specifica quale è la sanzione a disposizione della parte interessata nel caso la controparte violi il canone di buona fede nelle trattative, la conseguenza di tale comportamento è l'obbligo di risarcire il danno che ne deriva. Con riferimento ai danni che una parte può far valere per il recesso ingiustificato dalle trattative nel contesto delle acquisizioni societarie, si può distinguere, secondo la regola generale (art. 1223 c.c.), fra **"perdita subita"** e **"mancato guadagno"**. Secondo la Corte di Cassazione, in caso di ingiustificato recesso dalle trattative, essendosi verificata la lesione dell'interesse giuridico al

20 Cass. 14.6.1999 n. 5830, *Giur. It.*, 2000, c. 1178.

corretto svolgimento delle trattative, il danno risarcibile (liquidabile anche in via equitativa) è quello consistente nelle perdite che sono derivate dall'aver fatto affidamento nella conclusione del contratto e nei mancati guadagni verificatisi in conseguenza delle altre occasioni contrattuali perdute²¹.

Con riferimento al **danno emergente**, il problema pratico è che nelle acquisizioni sia il venditore sia l'acquirente si avvalgono generalmente di consulenti, le cui prestazioni possono risultare particolarmente costose. I consulenti che, con più frequenza, intervengono in queste operazioni sono i consulenti finanziari (normalmente denominati, con espressione inglese, *advisors*), i consulenti legali (che hanno il compito di identificare i rischi legali connessi all'operazione societaria nonché di negoziare i contratti) e i revisori legali (per le verifiche sui bilanci della società nonché per la predisposizione di bilanci intermedi, laddove l'operazione li preveda). Può pertanto capitare che una parte, a fronte di un'interruzione ingiustificata delle trattative, chieda all'altra di pagare gli onorari dovuti ai propri consulenti.

Con riferimento al **lucro cessante**, il pericolo per ciascuna parte è che l'altra parte affermi che, a causa delle lunghe trattative,

ha dovuto rinunciare ad altre negoziazioni e ciò ha determinato la perdita di opportunità che sarebbero state altrimenti sfruttate. Sul punto si deve distinguere fra la posizione del venditore e quella dell'acquirente. Per quanto concerne il potenziale venditore, la possibilità è quella che vi siano due (o addirittura più di due) soggetti interessati all'acquisto. A causa, tuttavia, delle titubanze del primo potenziale acquirente, sfuma la possibilità di negoziare con il secondo potenziale acquirente. Per quanto riguarda il potenziale acquirente, il recesso ingiustificato dalle trattative da parte del venditore presenta, specularmente, i medesimi profili di criticità che si sono appena illustrati. Il rischio è quello che il compratore, seguendo le negoziazioni con il potenziale venditore, rinunci a trattative relative a un'altra partecipazione che, successivamente, non è più sul mercato. Inoltre l'acquirente compra una partecipazione in quanto pensa di ricavare un'utilità dalla medesima, generalmente sotto forma di sinergie: il compratore già possiede una certa attività e, unendola a quella acquistata, riesce a ottenere maggiori guadagni. Questa possibilità sfuma, con i connessi guadagni, nel caso in cui le trattative si interrompano per fatto imputabile alla controparte.

21 Cass. 30.8.1995 n. 9157, *Mass. Giur. It.*, 1995.