

## INTRODUZIONE

Questo corso di lezioni (tenuto nel 2009) ha ad oggetto un contratto che oggi riveste un particolare valore economico nella prassi contrattuale internazionale: *la vendita di partecipazioni societarie di controllo di una società per azioni*.

Avendo deciso di dedicare il corso ad un contratto, un criterio di scelta può essere quello del valore economico.

Proviamo a chiederci quali sono oggi i contratti di maggiore valore economico. Uno dei più rilevanti contratti sul piano economico oggi stipulati in Italia è quello di cessione dei diritti audiovisivi del campionato di calcio, e ciò perché i diritti audiovisivi del campionato di calcio sono venduti in via centralizzata dalla Lega Calcio.

Un secondo esempio di contratto economicamente relevantissimo è quello di approvvigionamento di energia: il contratto con cui un paese si rifornisce di gas più che un contratto è un trattato internazionale.

Un terzo esempio di contratto economicamente rilevante è quello per la realizzazione delle infrastrutture, che è riconducibile al contratto di appalto.

Un altro ambito in cui si trovano grandi numeri è quello delle concessioni di reti di trasporto (per esempio le concessioni autostradali).

Anche il contratto che studieremo (la vendita di partecipazioni societarie di controllo di una società per azioni) ha quasi sempre un valore economico importante.

Lo analizzeremo considerando il *contratto come principale*

*fonte normativa* e commentando il testo di un contratto che è stato effettivamente sottoscritto, non un modello o uno schema astratto. Lo si trova in appendice. Questo contratto ha un nome inglese: *Sale and Purchase Agreement* (che per rapidità chiameremo “SPA”) ed è un contratto in cui una parte vende e un’altra parte acquista una partecipazione societaria, di regola una partecipazione societaria di controllo di una società per azioni. Il SPA, secondo le categorie del diritto italiano, è quindi un contratto di *compravendita di azioni di società*.

Sui quotidiani si legge che la Fiat ha comprato la Chrysler ma che non è riuscita a comprare la Opel. Dal punto di vista giuridico, tuttavia, quest’affermazione non è corretta.

La frase “la Fiat ha comprato la Chrysler” non è corretta perché tramite un contratto di compravendita di azioni di società, *non si acquista una società bensì una partecipazione nella società stessa dal socio della società*. La società le cui azioni sono compravendute – cedute dal vecchio socio “uscente” al nuovo socio “entrante” – nel gergo si chiama “società *target*” (in breve, “*target*”), e così la chiameremo anche noi.

Dunque, la frase “la Fiat ha comprato la Chrysler” va tradotta così: Fiat ha acquistato le *azioni* Chrysler (e non la società Chrysler, e tanto meno *l’azienda* di Chrysler) dal socio che ne era titolare.

Per avere il controllo della *target* non occorre che l’acquirente ne acquisti tutte le azioni, basta che acquisti il cosiddetto pacchetto di maggioranza, pacchetto di azioni che può ammontare anche a una percentuale di azioni molto inferiore al 50% se l’azionariato è frammentato tra tanti azionisti ciascuno dei quali possiede poche azioni. Spesso quando si compravendono azioni non si compra l’intero capitale sociale della società, cioè il 100%, ma una percentuale più o meno elevata, ma comunque sufficiente ad acquisire il controllo della società.

Il caso che studieremo in questo corso è quindi quello di un soggetto – in particolare una società (che chiameremo “*buyer*”) –, la quale acquista un certo numero di azioni dal socio unico di

controllo (che chiameremo “*seller*”) di un’altra società (la *target*). Nel caso specifico del nostro SPA le azioni compravendute rappresentano il 100% del capitale sociale della *target* \*.

---

\* Chi fosse interessato all’aspetto “teatrale” delle lezioni le potrà ascoltare collegandosi all’apposito sito della Casa Editrice e più precisamente al seguente indirizzo: <http://www.giappichelli.it>.



## Capitolo Primo

# NATURA E STRUTTURA DEL *SALE AND PURCHASE AGREEMENT*

SOMMARIO: 1. Un contratto in lingua inglese. – 2. La questione dell’*“Applicable Law”*. – 2.1. La scelta di un diritto nazionale. – 2.2. Un contratto che mira a essere auto-sufficiente. – 2.3. Categorie giuridiche angloamericane e diritto italiano. – 2.4. Regole di interpretazione e uniformità del contratto. – 2.5. Validità delle clausole nel diritto interno e norme di applicazione necessaria. – 3. Una vendita particolare. – 3.1. *Agreement e closing*. – 3.2. Il *“Closing”*. – 4. Le premesse al contratto ovvero i cosiddetti *“Recitals”*. – 5. *Certain definitions*. – 6. *Sale and Purchase of the Shares*. – 7. *Interim Management*. – 7.1. L’impresa nel corso dell’*Interim Period*. – 7.2. Gli interessi in conflitto del *seller* e del *buyer*. – 7.3. *Undertakings of the Seller* e promessa del fatto del terzo. – 8. *Condition precedent*. – 8.1. In che senso la condizione è *“previa”*. – 8.2. Condizione volontaria o condizione legale? – 8.3. Lo *Spin-off* aziendale prima del *closing*. – 9. *Representations and Warranties*. – 9.1. Dichiarazioni e garanzie (del venditore). – 9.2. Un problema di informazione e di prezzo. – 10. *Miscellaneous Provisions*. – 11. La clausola compromissoria.

## 1. UN CONTRATTO IN LINGUA INGLESE.

Il testo contrattuale che studieremo, e che è qui allegato, è in lingua inglese per la semplice ragione che i contratti di vendita di partecipazioni societarie, oggi, sono scritti in tutto il mondo, anche in Italia, in lingua inglese, e ciò a prescindere dalla nazionalità delle parti contraenti e anche se per il resto tutti i criteri di collegamento sono con un Paese non anglosassone.

Il testo del nostro *SPA* è redatto in lingua inglese anche se ai fini della legge applicabile tutti i criteri di collegamento sono con

l'Italia: il *seller* è un socio italiano della *target*, il *buyer* è un acquirente italiano, la società di cui si compravendono le azioni ha sede in Italia, il diritto che le parti scelgono di applicare è il diritto italiano.

Malgrado la presenza di tutti questi collegamenti con il nostro Paese, si è nondimeno scelto di scrivere il contratto in inglese: perché dunque?

La cosa può sembrare strana tanto più che, per scrivere un contratto in inglese, bisogna non solo padroneggiare questa lingua e il lessico tecnico-giuridico anglosassone, ma bisogna soprattutto pensare in inglese, cioè secondo la prassi contrattuale angloamericana in materia.

Una prima risposta al perché anche in Italia si concludono *Sale and Purchase Agreements* in lingua inglese per compravendere partecipazioni societarie è che questo tipo di contratto non è espressamente disciplinato dal diritto italiano come autonomo tipo contrattuale. Manca una disciplina legislativa apposita malgrado, come detto, esso sia un contratto particolarmente rilevante sul piano economico.

Se prendiamo il Codice civile e cerchiamo di capire come è disciplinato il contratto di cessione di partecipazione di controllo di una società per azioni, rimaniamo delusi. In nessuna parte del Codice c'è una disciplina specifica minimamente organica. Potremmo cercare nelle norme sulla vendita delle azioni di una S.p.A. o nel Capo relativo alla vendita (eventualmente, allargando lo sguardo ad altri tipi di contratto d'impresa) e/o nel Capo relativo alla società per azioni (o, eventualmente, nel Titolo *Delle società*). Ma esaminando il Capo relativo alla vendita troviamo solo la *vendita a termine di titoli di credito* (Sez. II, § 5, artt. 1531-1536 cod. civ.). Le azioni normalmente sono rappresentate da titoli azionari (art. 2346 cod. civ.), ma le norme sulla vendita a termine di titoli di credito accennano appena ai titoli azionari, peraltro con riguardo a profili assai specifici o rinviando meramente alle leggi speciali (art. 1531 ss. cod. civ.). Tutto considerato, a ben vedere, nessuna norma – ma proprio nessuna nel Capo *Della vendita* – si occupa in modo rilevante della cessione delle

partecipazioni sociali, tanto meno di partecipazioni sociali di controllo di una società per azioni (per contro, vi sono norme puntuali e complesse che si occupano della vendita di eredità, contratto che, nella vita professionale, si incontra assai raramente).

Allargando lo sguardo agli altri contratti tipici, quello più prossimo che possiamo rintracciare è il riporto (art. 1548 ss. cod. civ.), anche se le relative norme sono sparute e comunque non sono sufficienti a regolare una vendita di partecipazioni societarie.

Anche tra le norme sulla società per azioni o a responsabilità limitata e in generale nel Titolo *Delle società*, vi sono sì norme che regolano il trasferimento di azioni e quote sociali, ma nessuna norma ha ad oggetto il tema centrale del nostro corso: la vendita di una partecipazione di controllo di una società.

Da questa sommaria disamina del Codice civile si trae una prima ragione per la quale chi vuole concludere una operazione economica di cessione di una partecipazione societaria adotta un testo come il *Sale and Purchase Agreement*: non c'è una disciplina legale italiana.

In mancanza di una disciplina legale, l'acquirente e il venditore di una partecipazione azionaria non possono comportarsi come le parti di altri contratti: accordarsi sui profili economici fondamentali – l'oggetto, il prezzo, le modalità di pagamento e qualche altro aspetto – e per il resto fare rinvio alla legge. Questo modo di concludere i contratti, che è usuale per altri tipi di contratto o per altri generi di compravendita, non è praticato né praticabile nel caso della cessione di azioni. Accordarsi sugli elementi essenziali indicati non sarebbe mai sufficiente e un eventuale rinvio alla legge, come detto, sarebbe un rinvio senza esito, sostanzialmente vuoto.

C'è una seconda ragione per cui per effettuare una cessione di partecipazioni societarie di controllo di società per azioni si usa il *Sale and Purchase Agreement*, anche se tutti i collegamenti del contratto fanno riferimento all'Italia. Per questo genere di contratto la presenza di criteri di collegamento con un determinato Paese non esclude l'esistenza di legami con altri Paesi o la presenza di interessi fondamentali anche al di fuori di un

singolo Paese. Le azioni di una società italiana possono essere acquistate da acquirenti italiani (come avviene nel nostro caso), ma questa circostanza è del tutto contingente. Una società italiana (*i.e.* le sue azioni) possono benissimo essere acquistate da una società non italiana oppure da una società italiana ma appartenente ad un gruppo la cui capogruppo è straniera.

Spesso, se una società non italiana (per esempio, statunitense o giapponese) vuole acquistare una società italiana<sup>1</sup>, non si renderà direttamente acquirente, ma costituirà in Italia una propria società controllata. In questo modo, l'acquirente della società italiana, che è il soggetto che con la cessione della partecipazione diventerà socio della società, sarà italiano. Gli interessi coinvolti nel contratto si trovano però anche fuori dall'Italia: nel nostro esempio, negli Stati Uniti o in Giappone dove ha sede la capogruppo.

Dunque le sedi delle società acquirente e acquisita possono non coincidere col luogo effettivo in cui si trova chi ha interesse a comprare le azioni.

Se si presta attenzione a tutto ciò, si capisce perché il contratto di cessione della partecipazione in una società italiana a una società pure italiana può benissimo essere scritto in una lingua diversa dall'italiano e in particolare in lingua inglese: gli interessati alla sua conclusione, cioè chi decide di vendere e comprare, possono non essere italiani.

Se gli interessati non sono italiani e, più in generale, non hanno la stessa nazionalità – ripeto che questa eventualità è più che normale – sarà più facile e comodo contrattare e accordarsi adoperando la lingua comune del mondo degli affari che oggi è notoriamente l'inglese.

Una terza ragione per cui un socio italiano che intende alienare le proprie partecipazioni di controllo in una società italiana non usa l'italiano, ma usa l'inglese per stendere il contratto, è

---

<sup>1</sup> Visto che oramai ci siamo intesi sul fatto che si acquistano le azioni, non la società, d'ora in poi dirò talora per brevità che si compra "la società". Consideriamola una formula di comodo.

che usando la lingua inglese per contrattare e contrarre si amplia la platea dei possibili interessati. Si usa l'inglese perché si desidera ottenere per il trasferimento delle proprie azioni il maggiore prezzo possibile, obiettivo che è più facile raggiungere mettendo in concorrenza tra loro il maggior numero possibile di acquirenti, italiani e stranieri.

Se si usa la lingua italiana, difficilmente si potranno attirare acquirenti non italiani, che di solito non conoscono l'italiano. Questo discorso vale per tutte le lingue nazionali che non hanno diffusione internazionale e transnazionale.

Sia chiaro che l'uso di una lingua a raggio di diffusione ridotto non è sempre un inconveniente: che lo sia o no dipende dal tipo di contratto o meglio dalla sua rilevanza economica. Per contratti che hanno ricadute economiche circoscritte o valore non particolarmente cospicuo, basterà una platea di interessati più ridotta per spuntare comunque condizioni di scambio soddisfacenti. Questo non vale per il contratto di vendita di partecipazioni societarie di controllo, in cui la rilevanza economica dell'affare restringe il numero dei possibili acquirenti e richiede pertanto di estendere il più possibile la loro ricerca, anche oltre i confini nazionali.

Nel *Sale and Purchase Agreement* la ricerca dei potenziali acquirenti ha dimensione sovranazionale e questa è una ragione per usare una lingua, l'inglese, che è compresa e parlata in tutto il mondo.

Per attirare il maggior numero di acquirenti, il socio della *target* intenzionato a vendere le proprie azioni preparerà un testo di contratto e chiederà al mercato di fare delle offerte di acquisto sulla base del testo così predisposto. Il testo contrattuale confezionato dal venditore è quindi una componente fondamentale dell'operazione economica. Tramite il testo del contratto, il socio della *target* rende noto a tutti i potenziali acquirenti: «io sono il socio di controllo della società tal-dei-tali; questo è il testo di contratto in base al quale sono disposto a vendere la mia partecipazione di controllo e ve lo sottopongo: fatemi dunque delle offerte per la mia partecipazione sulla base di questo mio testo, perché così voglio che sia impostata la cessione».

Per comunicare ciò al maggior numero di potenziali interessati, il socio della *target* non predisporrà più testi contrattuali, ciascuno in lingua diversa: uno in italiano per rivolgersi ai parlanti italiano, uno in tedesco per rivolgersi ai parlanti tedesco, uno in francese per rivolgersi ai parlanti francese, ecc. Questa strategia di contrattazione rappresenterebbe non solo un dispendio inutile di costi e tempi, ma sarebbe anche inopportuna sotto il profilo tecnico-giuridico perché avere a che fare con più testi in lingua diversa genererebbe problemi di traduzione da una lingua all'altra (esaminando il nostro *SPA* avremo un saggio di questi problemi di traduzione tra l'inglese e l'italiano, cfr. *infra* cap. 3, §§ 1, 2, 3).

## 2. LA QUESTIONE DELL'“*APPLICABLE LAW*”.

### 2.1. *La scelta di un diritto nazionale.*

Quando si è di fronte a un contratto, la prima cosa da chiedersi è qual è la legge applicabile. Può essere che il contratto stesso, cioè una clausola del suo testo, dica qual è la legge che lo regola, ma non sempre le parti manifestano espressamente nel testo contrattuale la propria scelta sulla legge applicabile. Essa potrebbe non risultare dal testo del contratto e nondimeno essere stata concordata altrimenti.

Se il contratto non dice qual è la legge applicabile e le parti non si sono accordate altrimenti in tal senso, per capire qual è la legge applicabile al contratto dovremo fare riferimento alle norme di diritto internazionale privato. Queste norme prevedono criteri di collegamento, cioè collegano il contratto a una determinata legislazione o, meglio, rinviano a un determinato ordinamento entro al quale cercare le norme rilevanti.

I contratti più rilevanti oggi sottoscritti, comunque, prevedono quasi sempre espressamente, in una apposita clausola, qual è la legge applicabile. Nei *Sale and Purchase Agreements* troviamo quasi sempre l'indicazione della legge che li regola. Così per

esempio, la clausola 12.5 del nostro *SPA* intitolata «*Applicable Law*» stabilisce: «*This Agreement shall be governed by, and construed and interpreted in accordance with the Laws of the Republic of Italy*».

Posto che parlo di legge e diritto nazionale applicabili, mi si potrebbe obiettare di stare trascurando un fenomeno significativo della prassi contrattuale contemporanea, specialmente nel settore dei contratti di maggior rilievo economico e che riguardano la vendita e l'acquisto di partecipazioni societarie. Finora non ho infatti mai parlato della cosiddetta *lex mercatoria* ovvero dei principi o regole comuni del commercio internazionale.

Si sa che vari istituti pubblici e privati da decenni si curano di trasfondere in Codici e testi norme e/o istituti giuridici che sono di fatto diffusi e generalmente applicati e riconosciuti dalla prassi contrattuale internazionale. Si potrebbe ritenere che questi tentativi di uniformazione del diritto del commercio internazionale possono costituire la fonte di riferimento per i contratti più importanti come il *Sale and Purchase Agreement*. Viene infatti da pensare che se il contratto ha un profilo di internazionalità, esso non possa che essere regolato da principi sovranazionali e che non ci sia affatto bisogno di una legge nazionale.

In queste lezioni non mi occuperò della *lex mercatoria* o dei principi del commercio internazionale perché l'idea che il *Sale and Purchase Agreement* possa essere regolato da queste regole o principi è solo un'ipotesi teorica, cioè essa non trova alcun riscontro nella realtà, in ciò che effettivamente avviene nel mondo delle *law firms* internazionali.

L'ipotesi che il *Sale and Purchase Agreement* rinvii, anziché a una data legge nazionale, ai principi del commercio internazionale o a un *corpus* di regole affini è un'ipotesi puramente dottrinale.

Che qualcuno scriva un *Sale and Purchase Agreement* scegliendo come legge applicabile la *lex mercatoria* o norme omologhe non è verosimile, perché queste regole e principi sono perlopiù generici, vaghi e ambigui. V'è grande incertezza sia sul loro significato, sia sulle loro possibili applicazioni concrete, per cui nessun operatore economico si fida di fare rinvio solo a tali

regole, senza prevedere come legge applicabile una legge nazionale.

## 2.2. *Un contratto che mira a essere auto-sufficiente.*

Se riflettiamo su quanto abbiamo detto poc' anzi, vediamo però che il rinvio alla legge applicabile può essere un rinvio a vuoto se, come nel caso del rinvio alla disciplina legale italiana, manca una disciplina della cessione di partecipazioni societarie di una società per azioni.

Se le parti volessero davvero regolare il loro rapporto in base a una data legislazione nazionale, nel sceglierla dovrebbero premurarsi di accertare che le norme legali necessarie esistano in quell'ordinamento. Questo di fatto non avviene, e non avviene perché non è affatto vero che le parti di un *Sale and Purchase Agreement* vogliono regolare il loro rapporto sulla base dei diritti nazionali.

Il *Sale and Purchase Agreement* è un contratto che non è solo scritto in lingua inglese ma è in primo luogo pensato secondo le categorie angloamericane. E anche se le parti dicono quale legge lo regola (per esempio il diritto italiano), in realtà il *Sale and Purchase Agreement* è un contratto fatto e pensato per non essere integrato da una disciplina legale (per esempio il diritto italiano).

La clausola sulla legge applicabile non deve essere intesa come una dichiarazione di volontà delle parti che il loro rapporto sia regolato dalla legge così scelta: indica solo un criterio subsidiario, o se si vuole l'*extrema ratio*. Nell'ottica delle parti, la legge applicabile dovrebbe rilevare solo nella (sfortunata) ipotesi in cui esse non s'intendano su cosa hanno scritto o, contro le intenzioni, abbiano lasciato scoperto qualche aspetto. Il che non vuole affatto dire che la legge applicabile non sia rilevante, come vedremo (*infra* cap. 4, §§ 6, 7, 8 sulle clausole relative all'aggiustamento del prezzo e alla sua determinazione; cap. 5 sulle *Representation and Warranties* e cap. 6 sui rimedi a disposizione del *seller* e/o del *buyer*).

Il *Sale and Purchase Agreement* mira quindi a prevedere tutto ciò che è necessario, senza che occorra fare riferimento al diritto applicabile per integrarlo o completarlo. Ciò non dipende dal fatto che, nel nostro esempio, i contraenti hanno scelto come legge applicabile quella del nostro Paese. Il *Sale and Purchase Agreement* pretende di essere autosufficiente quale che sia il Paese del mondo con cui esso ha collegamenti (vi sia o no in questo Paese una disciplina legale sul tema: in Italia, s'è detto, non c'è).

La situazione di fronte a cui ci troviamo è quindi la seguente: abbiamo un contratto scritto e pensato sulla base di categorie angloamericane che dice (vorrebbe dire) tutto ciò che occorre, le cui parti decidono di scegliere come legge applicabile il diritto italiano, il quale dal canto suo non disciplina questo contratto.

Questa situazione è frequentissima oggi con riguardo ai contratti economicamente rilevanti anche se suona quasi paradossale. Parlo di paradosso perché il *Sale and Purchase Agreement* manifesta due anime quasi opposte: per un verso, è un contratto alieno, cioè costruito sulla base delle categorie giuridiche angloamericane, che si vuole emancipare da ogni diritto o legge (non importa di quale legge stiamo parlando, se nazionale o no come la *lex mercatoria* sopra nominata); per altro verso, prevede sempre una legge/un diritto (nazionale) applicabile, che può essere assai diverso da quello angloamericano, come nell'esempio del diritto italiano scelto dalle parti.

### 2.3. *Categorie giuridiche angloamericane e diritto italiano.*

Se esaminiamo la clausola *Applicable Law* sopra citata (per comodità, la riporto: «*This Agreement shall be governed by, and construed and interpreted in accordance with the Laws of the Republic of Italy*»), vediamo che il contratto dice non solo di essere regolato dal diritto italiano, ma anche di dover essere costruito e interpretato in accordo col diritto italiano.

Letteralmente “*governed*” vuol dire “retto”, cioè che la legge applicabile è quella italiana; invece, “*interpreted*” fa riferimento

a una figura che non è perfettamente corrispondente a quella italiana della interpretazione del contratto: l'*interpretation* è quell'attività con la quale il giudice o l'arbitro attribuiscono al contratto il significato che le parti hanno previsto. Diversa dalla *interpretation* è la *construction*, che è un procedimento con cui il giudice o l'arbitro non si limitano a dare significato alle clausole contrattuali ma integrano il contenuto del contratto; in qualche modo la *construction* si avvicina alla nostra qualificazione e, per esempio, può portare a identificare qualche obbligazione accessoria che le parti non hanno espressamente previsto ma che si deve ritenere implicita in ciò che esse hanno scritto.

Questa clausola fa risaltare il paradosso a cui s'è poc'anzi accennato: un testo contrattuale scritto e pensato secondo le categorie di un dato diritto (quello angloamericano) chiede di essere inteso secondo un diritto diverso (quello italiano).

Al di là del paradosso, questa clausola genera non pochi problemi interpretativi come dirò e come conferma la clausola 12.8 «*Language*» la quale prevede che «*Except for certain documents contained in the Schedules hereto, which are in languages other than English, this Agreement shall be executed in English, which shall be the only language governing this Agreement*».

Il testo del nostro SPA dice di dover essere stipulato in lingua inglese, fatti salvi alcuni allegati, e che la lingua inglese deve essere l'unica lingua che regola l'accordo.

Esaminando le due clausole 12.5 e 12.8, ricaviamo quindi che il contratto è scritto in inglese e dice di dover essere interpretato secondo il diritto italiano (che è il diritto applicabile), ma che le regole della lingua da tenere presenti sono quelle della lingua inglese.

Per capire il senso delle due clausole, è necessario distinguere tra il contratto come fonte normativa e la legge o il diritto a esso applicabile, da un lato, e il testo in cui esso è redatto e il contesto a cui si deve fare riferimento per darvi significato, dall'altro lato.

Se si vuole capire come funziona il *Sale and Purchase Agreement* e, con esso, moltissimi altri importanti contratti odierni, bisogna distinguere tra il contratto come norma e il contratto

come testo e tra le regole giuridiche (di un dato diritto come il diritto italiano) e le regole linguistiche (di una certa lingua come quelle dell'italiano o dell'inglese).

Il *Sale and Purchase Agreement* è sia un contratto, vale a dire una norma o meglio un insieme di norme che hanno “forza di legge” tra le parti, sia un testo contrattuale cioè un insieme di clausole. È un atto di autonomia privata a cui si applica la legge italiana ma pensato e scritto secondo le categorie e il lessico tecnico-giuridico angloamericano, per cui il significato di ciò che è scritto va ricercato tenendo conto delle regole proprie di questo contesto giuridico e ambito linguistico.

In definitiva, per studiare il *SPA* dovremo tenere conto *i*) dei concetti e delle categorie del mondo giuridico angloamericano in cui esso è pensato e scritto; *ii*) delle norme del diritto contrattuale italiano che è stato scelto dalle parti.

Basti pensare che se traduciamo “*Sale and Purchase Agreement*”, otteniamo “accordo di vendita e acquisto”, ma il *Sale and Purchase Agreement* come tale non trasferisce diritti, in conformità alla definizione di vendita del diritto italiano (art. 1470 cod. civ.). Il trasferimento delle azioni si produce infatti non con il *SPA* e al momento della sottoscrizione del *SPA* (cioè non è contestuale all’“*execution of the contract*”), ma in un momento successivo e tramite un altro atto denominato “*Closing*” (*infra* cap. 1, § 3.2).

L'interprete di un *Sale and Purchase Agreement* deve dunque decodificare il testo del contratto secondo le categorie giuridiche e linguistiche del diritto angloamericano e della lingua inglese, e riqualificare le sue norme secondo le categorie giuridiche del diritto che regola il contratto (nel nostro caso, il diritto italiano). Deve fare in modo che il contratto alieno venga ad abitare nel diritto italiano.

#### 2.4. *Regole di interpretazione e uniformità del contratto.*

Quanto detto induce a porsi una domanda fondamentale: nel diritto italiano, le parti di un contratto possono validamente im-

porre all'interprete (e *in primis* al giudice) *regole sull'interpretazione del contratto?*<sup>2</sup>.

Pattuire regole apposite per determinare il significato delle clausole contrattuali è frequente nei contratti alieni, pensati secondo categorie giuridiche non italiane, originari di altri sistemi giuridici; i contratti alieni sono infatti destinati a circolare nel mercato globale e chi li redige vuole evitare che abbiano un'interpretazione differente nei vari Paesi.

Se pensiamo, per esempio, a una multinazionale che opera in tutto il mondo è chiaro che essa vuole che il contratto da essa elaborato sia identico per tutte le controparti in tutti i Paesi del mondo in cui opera: se il contratto fosse interpretato diversamente a seconda della nazionalità delle parti e magari in uno Stato alcune clausole fossero giudicate nulle si porrebbero difficili problemi di gestione.

Dico solo per inciso che una multinazionale potrebbe scegliere di applicare al contratto il diritto del suo Paese ma non è sempre detto che riesca ad imporre l'applicazione della propria legge e neppure che questa legge sia sempre preferibile a quella per esempio di un Paese terzo (per esempio per gli aspetti fiscali).

La scelta della legge applicabile al contratto non dipende solo dalla forza economica delle parti ma dall'esercizio delle capacità di negoziazione; inoltre, in sede di redazione del contratto potrebbe giovare cedere in punto di legge applicabile in cambio dell'accettazione da parte della controparte di un'altra clausola assai vantaggiosa per sé.

L'obiettivo del *seller* di un *Sale and Purchase Agreement* è dunque quello di avere contratti che «reggono» in tutti i Paesi in cui essi sono destinati ad operare, senza differenze di sorta da Paese a Paese; con l'espressione “reggere” intendiamo non solo che i *Sale and Purchase Agreements* siano considerati validi, ma anche che siano interpretati allo stesso modo così da avere un'applicazione uniforme.

---

<sup>2</sup> Il tema è approfondito in DE NOVA, *Il contratto alieno*, 2<sup>a</sup> ed., Giappichelli, Torino, 2010, pp. 51 ss. e 95 ss.

Per questa ragione i contratti oggi più rilevanti del commercio internazionale e tra essi i *Sale and Purchase Agreements* sono – come si è detto – contratti molto dettagliati e tendenzialmente autosufficienti, che almeno in linea di principio non hanno bisogno di essere integrati da parte della legge applicabile.

### *2.5. Validità delle clausole nel diritto interno e norme di applicazione necessaria.*

Tutto questo discorso, naturalmente, vale nei limiti in cui le norme nazionali applicabili al contratto sono norme derogabili o dispositive, non se esse sono imperative: solo le norme derogabili da parte dei contraenti possono infatti essere sostituite dalle regole preferite dalle parti.

Tenere conto della distinzione tra norme di diritto dispositivo o derogabili e norme imperative è fondamentale, perché quando le parti prevedono nel contratto che si applichi il diritto italiano o francese o norvegese il rinvio all'ordinamento prescelto vale per tutte le norme di quell'ordinamento e dunque sia per le norme dispositive, sia a maggior ragione per le norme imperative.

Dovremo dunque chiederci se tutte le clausole del nostro *SPA* siano valide per il diritto applicabile: nel nostro caso, per il diritto italiano. Il giudice o l'arbitro, chiamato a dirimere una controversia sorta tra il *seller* e il *buyer*, deve applicare il diritto italiano perché così le parti del nostro *SPA* hanno voluto e dovrà quindi valutare se le sue clausole siano conformi o contrarie alle norme imperative ordinarie del diritto italiano. Vedremo a proposito di diversi aspetti che questo vaglio di validità genera problemi non trascurabili al giurista e all'interprete italiano.

Nell'ipotesi di un giudizio in Italia, dobbiamo anche chiederci se il diritto italiano si applicherebbe comunque anche se il *seller* e il *buyer* avessero stabilito che il diritto applicabile al *SPA* non è quello italiano ma per esempio quello di un altro Paese. In altre parole, un giudice italiano chiamato a giudicare sul *SPA* è tenuto ad applicare alcune regole di diritto interno, a prescindere dalla scelta delle legge applicabile delle parti? Per esempio, se

le parti avessero scelto come diritto applicabile il diritto francese, il giudice italiano sarebbe obbligato ad applicare *tout court* il diritto francese, senza che vi sia alcuno spazio per il diritto italiano?

La risposta è che il giudice di uno Stato, nell'esempio il giudice italiano, deve verificare che il *SPA* sia conforme alle norme di applicazione necessaria e alle norme di ordine pubblico internazionale.

### 3. UNA VENDITA PARTICOLARE.

#### 3.1. Agreement e closing.

Il nostro contratto ha come intestazione "*Sale and Purchase Agreement*" cioè compravendita.

Ma, come accennavamo poc'anzi (*supra* cap. 1, § 2.3), nel nostro *SPA* il momento del trasferimento della cosa, cioè delle azioni della *target*, avviene in un momento successivo alla sottoscrizione: si parla di "*Closing*" e di "*Closing Date*" (che è la data in cui è previsto il *Closing*).

Nel nostro *SPA* le parti dichiarano, con un'espressa definizione (clausola 1.1. «*Definitions*»), di intendere per «"*Closing*" (...) *the purchase and sale of the Shares, the payment of the Purchase Price and, in general, the execution and exchange of all documents and agreements and the performance and consummation of all obligations and transactions, respectively required to be executed and exchanged and performed and consummated on the Closing Date pursuant to this Agreement*».

Nel nostro caso, quindi, il *Closing* consiste di un insieme complesso di atti/attività tramite le quali l'acquirente da un lato ottiene il trasferimento delle azioni della *target* e dall'altro lato paga il prezzo. La clausola 5.2 b) del *SPA* ribadisce infatti che: «*the Buyer shall: (i) pay or cause to be paid to the Seller the Purchase Price*».

La sequenza *Sale and Purchase Agreement/Closing*, non risponde alle categorie a noi note.

Non si può dire infatti che il *SPA* sia un contratto preliminare cui debba seguire un contratto definitivo, né dire che il *SPA* sia una vendita definitiva e traslativa.

### 3.2. Il “Closing”.

Dunque, come mostra la definizione, il *Closing* si riferisce per un verso all’esecuzione del contratto, per altro verso al *Purchase and Sale of the Shares* (acquisto/vendita) delle azioni e al *Payment of the Purchase Price* (pagamento del prezzo).

Di conseguenza, il *SPA* definisce il *Closing* come la vicenda in cui si ha l’acquisto e la vendita delle partecipazioni sociali della *target*, ma il *SPA* stesso – come dice il suo *nomen iuris* – è un accordo di acquisto e vendita. Abbiamo quindi due vicende, di cui una (il *SPA*) si chiama compravendita ma pare non esserlo (il nostro *SPA* non ha effetto traslativo in sé e per sé come detto), e l’altra (il *Closing*), che per il giurista italiano non sembra nemmeno un contratto, è per contro definita come una compravendita di azioni.

Se esaminiamo un poco più nel dettaglio la definizione, vediamo che il *Closing* consiste allo stesso tempo ne:

- a) «*the purchase and sale of the Shares*»,
- b) «*the payment of the Purchase Price*»<sup>3</sup>,
- c) «*the execution (...) of all (...) agreements and the performance and consummation of all obligations and transactions, respectively required to be executed (...) and performed and consummated on the Closing Date pursuant to this Agreement*».

L’elemento *sub a*) indica uno scambio di qualcosa (azioni) verso un prezzo; l’espressione “*purchase and sale of the Shares*” indica l’effetto traslativo della titolarità delle azioni, che avviene in un momento successivo e diverso rispetto alla stipulazione del *SPA*.

---

<sup>3</sup> *Purchase Price* è il prezzo di compravendita determinato alla clausola 2.2 (a) come «*The aggregate amount to be paid on the Closing Date by the Buyer to the Seller in consideration of the purchase and sale of the Shares (...) € [...]*».

L'elemento *sub b)* indica un atto di esecuzione del SPA: la prestazione consistente nel pagamento del prezzo.

L'elemento *sub c)* indica una serie di atti esecutivi (secondari) pure relativi al SPA.

Comporre il mosaico non è facile, limitiamoci a dire che il *Closing* è composto in definitiva da aspetti che per diritto italiano sono tutti distinti e ricevono una qualificazione diversa: *i)* il trasferimento delle azioni; *ii)* il pagamento del prezzo; *iii)* la sottoscrizione e lo scambio di tutti i documenti e gli accordi e l'esecuzione e il completamento di tutte le obbligazioni e le transazioni, che devono risultare eseguiti, consegnati e completati alla *Closing Date*.

Le parti del nostro SPA precisano luogo e data del *Closing*. «*The Closing shall take place at the offices of [ ], at [ ], at [ ] a.m. local time on the Closing Date, or at such other place, date and time as the Parties may hereafter agree upon in writing*» (art. 5.1). E la *Closing Date* viene definita come «*the third (3rd) Business Day following the date on which the condition precedent set forth in section 4.1 is satisfied or waived, or on such other date the Parties may agree*».

La *Closing Date* non è quindi una data precisa (cioè di un giorno del calendario). Infatti, anche se può accadere che le parti si accordino in tal senso, normalmente il *seller* e il *buyer* non sono in grado al momento della sottoscrizione del contratto di indicare una data precisa per il *closing*.

Normalmente per realizzare la cessione della *target* sono necessarie autorizzazioni o permessi e il *seller* e il *buyer* non conoscono in anticipo quando saranno ottenuti se non in casi eccezionali in cui le istruttorie delle autorità di controllo hanno un termine fisso che viene reso noto pubblicamente; in ogni caso, comunque, anche se il *seller* e il *buyer* sapessero quando termina l'istruttoria, naturalmente non ne conoscerebbero l'esito e, se l'esito fosse negativo, potrebbero voler inoltrare una seconda richiesta di permesso o autorizzazione. Di regola, quindi, le parti preferiscono e sono in grado di indicare come data del *closing* una data mobile, come per esempio X giorni dopo il rilascio del-

l'ultima autorizzazione o permesso necessari per rendere ammissibile la cessione della *target*.

Anche stabilire una data mobile ha peraltro un inconveniente: non permette di sapere *ex ante* la data dell'effettivo trasferimento delle azioni e del pagamento del prezzo e per il *buyer* è un costo rimanere per un periodo imprecisato vincolato al *SPA* senza diventare titolare delle azioni; tutto ciò potrebbe in casi estremi disincentivarlo dall'acquisto della *target*.

Anche per ovviare a questo inconveniente, un ulteriore modo di fissare la data è quello di fissare un *termine ultimo* entro il quale devono avverarsi tutti i presupposti necessari per il buon esito della operazione di cessione.

#### 4. LE PREMESSE AL CONTRATTO OVVERO I COSIDDETTI “*RECITALS*”.

Vediamo ora come è strutturato il testo del nostro contratto. Per prima cosa si dice chi sono le parti:

«*SALE AND PURCHASE AGREEMENT*  
by and between

[...], an Italian corporation having its registered office at [...], having an issued share capital of € [...], registered as no. [...] on the register of enterprises of [...], acting by its [...], Mr. [...], duly authorised to execute this Agreement by virtue of [...] (the “*Seller*”)

– on the one part –

and

[...], a [...] corporation having its registered office at [...], in [...], having an issued share capital of € [...] ([...]), registered as no. [...] on the register of enterprises of [...], acting by its [...], Mr. [...], duly authorised to execute this Agreement by virtue of [...], (the “*Buyer*”)

– on the other part –».

C'è quindi una parte venditrice e una parte acquirente e, fino

a qui, il *SPA* non presenta differenze rispetto a qualunque contratto italiano di compravendita. Subito a seguire, però, il testo del *SPA* presenta dei “*Recitals*”. Cosa sono questi “*Recitals*”?

Secondo l’abitudine angloamericana, sono quella parte del testo che spiega lo scopo per cui il contratto è sottoscritto dalle parti e dà informazioni circa le parti o fatti e circostanze inerenti alle parti o alla operazione economica sottesa al contratto.

I *Recitals* sono quindi una sorta di premessa al contratto in cui le parti si presentano, dicono qual è l’attività imprenditoriale della *target* e magari precisano per quali ragioni hanno deciso di stipularlo. Non si pensi però a convenevoli.

I *Recitals*, lungi dall’essere una componente decorativa del *SPA*, un *incipit* di pura facciata, racchiudono i dati che le parti scelgono di rendere noti l’una all’altra.

Anche se introdurre delle premesse nel contratto sta diventando familiare anche nel nostro Paese, il fatto di stendere il contratto ponendo, dopo l’indicazione delle parti contraenti, alcune premesse non è ancora la prassi, e comunque rimane da chiarire il senso di queste premesse per il diritto italiano.

Per diritto italiano, infatti, quale significato giuridico o rilevanza giuridica hanno, se ne hanno qualcuna?

Il *seller* e il *buyer*, come qualunque persona, possono presentarsi e descriversi in maniera più o meno veritiera, per cui dobbiamo porci il problema se ha qualche conseguenza per il diritto italiano che qualcosa che è detto nei *recitals* non risponda al vero. È infatti ben possibile che i *recitals* affermino qualcosa di falso o almeno di non perfettamente corrispondente alla realtà dei fatti.

Si possono fare due esempi: *i*) nei *recitals*, il *seller* si presenta come una società che ha ottenuto una posizione di *leadership* sul mercato grazie alla *target* ma il *buyer* scopre che non ha affatto una posizione di preminenza e che comunque il potere di mercato che ha non lo si deve alla *target* ma a tutt’altre ragioni di politica di gruppo; *ii*) nei *recitals* si dice ad esempio che la *target* (che opera nel settore della grande distribuzione) possiede l’autorizzazione per l’apertura di grandi strutture di vendita: ma dopo la conclusione del *SPA*, il *buyer* scopre che in realtà il per-

messo non è stato ottenuto oppure che la procedura di autorizzazione non si è conclusa.

Chi fa affidamento su informazioni in tutto o in parte non ve-re subisce un pregiudizio, può agire nei confronti della contro-partite per ottenere il risarcimento del danno.

Nell'esempio *sub i*) l'informazione falsa riguarda più il *seller* che la *target* sicché potrebbe non esservi un danno per il *buyer*, mentre il danno pare esservi senza dubbio nell'esempio *sub ii*) dato che l'autorizzazione per l'apertura di grandi strutture di vendita è un *asset* cruciale per la *target*.

Ma oltre a rilevare sotto il profilo della correttezza dell'informazione tra le parti contraenti, come vedremo, i *recitals* possono rilevare anche ai fini dell'interpretazione del contratto (*infra* cap. 3, § 1.1) e della presupposizione (*infra* cap. 3, § 1.2 e cap. 6, § 5.4).

## 5. CERTAIN DEFINITIONS.

Dopo l'indicazione delle parti e i *Recitals*, la prima voce del *SPA* è intitolata "*Certain definitions*" ed è divisa in due parti: "*Definitions*" (1.1) e "*Other Definitional and Interpretative Matters*" (1.2).

In questa parte del contratto viene definito espressamente ogni termine (come per esempio la parola "*Products*") e ogni sintagma rilevante del contratto (per "sintagma" intendendosi l'insieme di più termini definiti assieme, come per esempio "*Release Letters*").

Quando un termine o un sintagma definito in questa parte del contratto viene richiamato nel resto del testo, esso viene scritto con la lettera iniziale maiuscola: l'uso della maiuscola indica che una determinata parola è usata nel significato di cui alle *Certain definitions* e serve quindi a ricordare alle parti contraenti e a ogni altro interessato cosa esse hanno pattuito, e a sapere che le parole del *SPA* devono essere intese nel significato di cui alla definizione, e in nessun altro modo.

Le *Certain definitions* racchiudono il vocabolario privato dei

contraenti, tutte le voci essenziali del SPA: in ogni occorrenza, ciascun termine/sintagma definito avrà significato costante e precisamente quello stabilito dai contraenti in questa parte del contratto.

Lo scopo per cui le parti definiscono certi termini del contratto non è solo quello di accorciarne il testo. Senza dubbio, si definisce un termine una volta per tutte e all'inizio, per non dover precisare ogni volta il suo significato, ma quando le parti del SPA definiscono le parole che usano non intendono soltanto essere più brevi e concise. Non è un problema (solo) di economia linguistica. La ragione principale per cui si definisce è un'altra.

Quando le parti di un contratto definiscono in un certo modo i termini che adoperano nel contratto, è come se l'una dicesse all'altra: «concordo con te che, per me come per te, quella parola del nostro contratto vuol dire sempre e solo questo e non altro».

Definendo, le parti si vincolano reciprocamente a intendere alcune parole allo stesso modo.

Se un contraente volesse sostenere che per esempio, col termine "Tax", non intendeva affatto *«all forms of taxation and statutory, governmental, supra-governmental, state, principal, local governmental or municipal impositions, duties, contributions and levies, in each case wherever and whenever imposed, and all penalties, charges, costs and interest relating thereto and any deductions or withholdings of any sort»*<sup>4</sup>, ma soltanto le tasse come tali, e non le relative sanzioni, l'altro contraente potrà agevolmente opporgli che la definizione concordata è molto più ampia.

Come la mettiamo però coi terzi e col giudice o con gli arbitri che eventualmente si trovassero a dirimere una controversia? Le definizioni date dalle parti vincolano anche costoro o no e, se sì, con quali limiti? Più in generale, queste definizioni vincolano l'interprete?

---

<sup>4</sup> Questa definizione tende o avrebbe la pretesa di essere onnicomprensiva come mostra l'incipit "*all forms of ...*" e l'inciso finale "*... of any sort*". Il seller e il buyer definiscono la nozione di tasse perché appongono una garanzia in relazione ad esse.

Per cominciare a rispondere, dobbiamo immaginare la situazione concreta di un giudice-arbitro che deve decidere una controversia. Egli potrebbe dire: «è vero che le parti hanno definito come *Material Adverse Change* questo e quest'altro<sup>5</sup> ma, secondo me, X non è un vero esempio di mutamento negativo e Y è un mutamento negativo anche se le parti non l'hanno inserito nell'elenco». Un giudice-arbitro che ragionasse così, considererebbe le definizioni del *SPA* solo indicative e rivedibili.

Viceversa immaginiamo un giudice-arbitro che dica: «le parti hanno definito X in modo del tutto stravagante, ma possono ben farlo visto che anche il decidere come parlare e chiamare ciò su cui si accordano è una manifestazione di autonomia, che io non posso che rispettare»; in questo caso, la definizione delle parti vincola anche chi è estraneo al contratto.

È palese quali sono i principi in conflitto: quello dell'autonomia privata, da un lato; quello della efficacia relativa del contratto, dall'altro lato.

Per dire se l'interprete del *SPA* sia o no vincolato alle sue definizioni, non ci si può muovere solo sul piano dei principi (tanto meno di due principi così generali come quelli in questione);

---

<sup>5</sup> La definizione del *SPA* è la seguente: «*any change, event, development and/or effect that is, or is reasonably expected to be, materially adverse to the business, assets, operations, prospects or condition (financial or otherwise) of the Company, provided that none of the following shall be deemed to constitute or to have, and none of the following shall be taken into account in determining whether there has been, a Material Adverse Change (...): (a) any adverse change, event, development, or effect arising from or relating to: (i) general business or economic conditions (including changes in raw material prices), including such conditions related to the Business; (ii) financial, banking, or securities markets (including any disruption thereof and any decline in the price of any security or any market index); (iii) changes in laws, rules, regulations, orders, or other binding directives issued by any Governmental Body; (iv) any existing event, occurrence, or circumstance with respect to which the Buyer has knowledge as of the date hereof; (v) the public announcement of the transactions contemplated in this Agreement, (vi) compliance by the Seller with the terms of this Agreement; or (b) any adverse change in or effect on the Business that is cured by the Seller or the Company before the earlier of (i) the Closing Date and (ii) the date on which this Agreement is terminated in accordance with its terms*».

bisogna invece indagare a fondo cosa prevedono le regole del diritto italiano (che, non dimentichiamolo, è l'“*Applicable Law*”) in tema di interpretazione e qualificazione del contratto, distinguendo tra la posizione dei terzi, quella del giudice, e quella dell'arbitro. Come vedremo, nessuno di questi tre soggetti, infatti, si trova in posizione identica rispetto al nostro problema.

## 6. *SALE AND PURCHASE OF THE SHARES.*

Il secondo paragrafo del *SPA* è intitolato *Sale and Purchase of the Shares*. Qui capiamo che la compravendita ha come oggetto azioni: “*Shares*”.

Cosa si vende e acquista viene precisato in questa parte del testo, che in realtà è piuttosto succinta se confrontata al resto del contratto; è tanto succinta da lasciare quasi interdetto il giurista italiano, abituato a pensare che la parte di contratto che tratta dell'oggetto costituisca il cuore del contratto.

Sia chiaro che il fatto che il nostro *SPA* non si dilunghi su questo tema non vuole dire che questa parte del contratto non sia essenziale. Anche il *SPA*, come la vendita (del Codice civile), deve dire a cosa si riferisce, e se vuole evitare una integrazione da parte delle norme di legge lo deve dire nel modo più chiaro e compiuto possibile.

Il paragrafo 2 del *SPA* sostanzialmente si limita a dire qual è il *Purchase Price* (il prezzo della compravendita), qual è il momento del pagamento (avverrà alla *Closing Date*) e che l'acquirente ha la facoltà di designare come parte contraente in sua vece uno o più terzi che saranno vincolati a pagare il venditore secondo quanto prevede l'accordo stesso. In particolare, la clausola 2.4 “*Right to Designate Clause*” stabilisce come il *buyer* può esercitare la propria facoltà di nomina del terzo: vedremo che richiama espressamente un articolo del Codice civile<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> 2.4 *Right to Designate* «*The Buyer may designate one or more Person(s) to become a Party to this Agreement and to Purchase and pay for the Shares in ac-*

Spiegando le ragioni per cui il *SPA* è scritto in inglese, s'è accennato all'ipotesi che l'acquirente della *target* sia un soggetto creato *ad hoc*, per esempio, la società figlia di una capogruppo straniera che ritiene conveniente creare una società con sede nello stesso Stato del *seller*. La creazione della società figlia italiana da parte della capogruppo straniera può avvenire prima o dopo la sottoscrizione del *SPA*. Se avviene dopo, a sottoscrivere il contratto sarà la *holding* straniera la quale si riserverà di nominare la propria controllata come parte del *closing*. Quest'ipotesi è frequente nella prassi perché consente di ottenere due vantaggi: *i*) la società figlia viene costituita solo ove necessario e *ii*) potrà rispondere meglio alla situazione sussistente al *closing* non essendo costituita ora per allora. Tra il momento della sottoscrizione del *SPA* e la *closing date* la situazione può infatti mutare.

## 7. *INTERIM MANAGEMENT.*

### 7.1. *L'impresa nel corso dell'Interim Period.*

Se poniamo lungo una linea del tempo le date rilevanti del *SPA*, avremo una data di sottoscrizione che convenzionalmente è il 1° gennaio 2010; a sinistra avremo le trattative, con una serie di attività e scritture che vedremo (*infra* cap. 2, § 5 sulle scritture che precedono la stipulazione del contratto e § 6 sulla *Due Diligence* preventiva); a destra avremo un periodo che va dalla stipu-

---

*cordance with the terms hereof, provided that such designation is made in compliance with the following provisions: (a) anything in Article 1403 of the Code to the contrary notwithstanding, each designation will be sufficiently made, if notified in writing to the Seller together with the written acceptance of the Person(s) so designated; (b) any designation pursuant hereto may be notified to the Seller (under penalty of forfeiture) not later than three (3) Business Days prior to the Closing Date; (c) each designee shall be an Affiliate of the Buyer; and (d) the Buyer will be jointly and severally liable with any Person(s) designated pursuant to Section 2.4 in respect of the punctual and exact performance by such Person(s) of the duties and obligations arising under or in connection with this Agreement».*

lazione fino alla data del *closing* fissata per il 31 marzo 2010.

L'intervallo di tempo tra la sottoscrizione del *SPA* e la *Closing Date*, in cui si farà il *Closing* – verrà trasferita la proprietà delle azioni e pagato il prezzo – si chiama “*Interim Period*” ed è normalmente un punto dolente del contratto. Ce lo conferma il paragrafo 3 che è intitolato “*Interim Management*”, e riguarda la gestione della *target* nell'intervallo di tempo tra la conclusione del *SPA* e la *Closing Date*.

Nella prassi, le parti tendono a regolare con molta attenzione questo aspetto del contratto e quando ciò non avviene sorgono difficili controversie e discussioni. Il periodo tra la stipulazione del contratto e il trasferimento delle azioni è particolarmente delicato nel nostro caso perché, con la sottoscrizione del *SPA*, il *buyer* non acquista le azioni della *target*, cioè non ne diventa immediatamente socio.

Se si sottoscrive il *SPA* il 1° gennaio 2010 ma il momento del *closing* è fissato per il 31 marzo 2010, nei mesi intercorrenti fra i due atti, il *seller* continua a gestire la *target* pur essendo un socio uscente e potrebbe amministrarla in maniera non oculata, non coltivare le proprie pretese nei confronti dei debitori o semplicemente non gestirla come in precedenza, e tutto ciò provoca o può provocare un deterioramento delle condizioni della società tra il 1° gennaio e il 31 marzo.

Tra il giorno della stipulazione del *SPA* e la *closing date*, la situazione economica della *target* può insomma cambiare e la differenza può essere fisiologica – legata per esempio all'andamento generale del mercato e alle sue costanti lievi oscillazioni – o invece patologica e in particolare dovuta al comportamento (negligente o eventualmente doloso) del *seller*.

In un *SPA* è dunque cruciale regolare come si deve comportare il *seller* nell'*interim period*.

Se ci pensiamo bene, d'altra parte, che il trasferimento di un bene sia dilazionato nel tempo è una circostanza piuttosto usuale: oltre allo schema duale preliminare/definitivo, si pensi per esempio alle ipotesi di vendita di cosa futura, a termine, con riserva di proprietà, ecc.

Perché quindi è così importante regolare puntualmente l'*interim management* nel *SPA*?

Per capire perché il passare del tempo è un punto particolarmente critico nella vicenda contrattuale della cessione di partecipazioni societarie di controllo dobbiamo indagare il tipo di bene che viene trasferito.

Col *Sale and Purchase Agreement* si trasferiscono sì azioni di una società ma il contratto ha come punto di riferimento ultimo un «bene vivo», una «creatura viva» qual è l'impresa sociale. Sul piano economico, la *target* è un'impresa e il valore delle sue azioni dipende (anche, benché non solo) dai suoi risultati economici. Per assicurarsi un buon affare, il *buyer* vorrà che essa continui a funzionare (nel migliore dei modi) in ogni momento della vicenda contrattuale.

Il *seller* e il *buyer* non possono comportarsi come fanno il venditore e l'acquirente di un immobile e stabilire per esempio o che l'immobile sarà consegnato al rogito nello stato in cui si trova alla sottoscrizione del preliminare o che non effettueranno alcuna modifica, né alcun intervento (se non strettamente necessario per la manutenzione ordinaria dell'immobile).

Un patto di questo tipo tra il *seller* e il *buyer* sarebbe un patto scellerato perché vorrebbe dire far morire o perlomeno deperire la *target*. Un'impresa per non morire esige una gestione continua. Non è un bene statico, ma dinamico: non si può, è ovvio, smettere di pagare i dipendenti o i creditori, non effettuare ordini né sollecitare i debitori.

Anticipo che dovremo tenere conto del fatto che il bene finale a cui fa riferimento il nostro *SPA* è un bene vivo, un'impresa, non solo con riguardo all'*Interim Management*, ma anche quando parleremo del periodo successivo alla *Closing Date* (*infra* cap. 5 sotto il profilo del rispetto delle garanzie e cap. 6 sotto il profilo delle eventuali patologie funzionali del contratto).

## 7.2. *Gli interessi in conflitto del seller e del buyer.*

Dunque, durante l'*Interim Period*, la gestione della *target* (*Interim Management*) può essere svolta secondo due direttrici ideali