

Note

La cessione di partecipazione nelle società di capitali “chiuse” (Parte I): struttura del contratto e determinazione del prezzo della partecipazione

A cura di **Edoardo Filippo Giardino** (partecipante all'Executive Master in Avvocato d'Affari – MI)

(1) Per una ponderata riflessione sull'evoluzione del “mercato delle partecipazioni al capitale di rischio in Italia” negli ultimi decenni si veda, L. PONTI, M. MASETTI, *La vendita garantita delle partecipazioni sociali*, Padova, 1997, pp. XVII – XXXI; altresì P. RENNA, *Compravendita di partecipazioni sociali dalla lettera d'intenti al closing*, Bologna, 2015, p. 3 ss..

(2) Sul punto, E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, Società, Professionisti & Imprese, Santarcangelo di Romagna, 2014, pp. 63 e 64; V. SANGIOVANNI, *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore, Partecipazioni sociali*, in *Notariato*, 2012, pp. 203 e 204; V. SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo, I contratti*, in *Società*, 2011, pp. 1161 e 1162.

(3) Attesa la costante presenza in contratto di peculiari “clausole di garanzia”, in dottrina si sono susseguite molteplici interpretazioni le quali hanno inquadrato tale contratto alla stregua di: (i) un «negozio costituito da distinti contratti autonomi e collegati» di cui uno tipico – “vendita” – ed uno atipico – convenzione avente ad oggetto “dichiarazioni, garanzie e indennità” [G. SBISÀ, S. AMBROSINI, in P. CEVASCO, *Trasferimento di partecipazioni societarie*, in *Società*, Milano, 2015, p. 18, nt. 16; D. PROVERBIO, *Le clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2000, p. 84]; (ii) un «unico contratto avente quale oggetto due distinte obbligazioni tra loro collegate» [C. M. BIANCA, F. BONELLI, G. G. PETTARIN, *Ivi*, p. 18, nt. 15] e (iii) un puro «negozio atipico» avente causa «traslativa e di garanzia» [P. CEVASCO, *Id.*, *Trasferimento di partecipazioni societarie*, *op. cit.*, p. 20]. Si è criticato [P. CEVASCO, *Id.*, *Trasferimento di partecipazioni societarie*, *op. cit.*, p. 19] su tale prima ricostruzione sostenendo come, in realtà, non possa parlarsi di contratti “autonomi e collegati” in quanto la garanzia risulterebbe priva di “causa propria”, ovvero sia difettante di “autonomia funzionale propria”. Disconoscendo altresì [*Ivi*, p. 18] la seconda ricostruzione sulla base dell'inscindibile legame tra imputabilità soggettiva ed inadempimento che svuoterebbe di tutela il compratore ove il venditore adempiente riesca a dimostrare la non imputabilità dell'inadempimento, si è riferito alla terza tesi osservando [A. TINA, E. PANZARINI, G. ROMAGNOLI, M. SPERANZIN, C. D'ALESSANDRO, in P. CEVASCO, *Trasferimento di partecipazioni societarie*, *op. cit.*, p. 20, nt. 18] come, anche sotto questa configurazione, risulterebbe comunque applicabile la disciplina dell'inadempimento contrattuale (ipotesi di “violazione delle convenzioni di garanzia”) che dunque mal si concilierebbe con tale garanzia la quale, in concreto, presenta oggetto diverso dalla prestazione di un *facere* in quanto tende, semmai, a coprire, mediante indennizzo, la verifica di un evento “futuro e incerto”. In giurisprudenza, seppur nella maggior parte dei casi in *obiter dictum* [Cass., 16 febbraio 1967, n. 338, in *Giust. civ.*, 1967, I, p. 436 ss. e Cass., 20 febbraio 2004, n. 3370, in *Giur. it.*, 2004, I, p. 996 ss.], si propende ad

inquadrare lo “SPA” quale “contratto tipico di vendita” avente quale oggetto una *res* “arricchita” da ulteriori qualità promesse e dunque sottoposta alla disciplina di cui agli artt. 1497 e 1495, cod. civ.. In tal senso, P. CEVASCO, *Trasferimento di partecipazioni societarie*, *op. cit.*, p. 15 ss.. Si veda anche nt. 66; D. PROVERBIO, *Le clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, *op. cit.*, p. 84 ss..

(4) Per un’analisi sugli alternativi strumenti giuridici rivolti a medesimi obiettivi di espansione economica del mercato di riferimento dell’ente “buyer”, si confronti E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell’acquirente nel processo di M&A*, *op. cit.*, p. 19 ss..

(5) Più nel dettaglio, in giurisprudenza [Cass., 19 luglio 2007, n. 16031, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 103 ss.; App. Milano, 5 giugno 1990, in *Soc.*, 1991, p. 482 ss.; App. Milano, 15 marzo 1991, *Ivi*, 1991, p. 969 ss.; Trib. Milano, 3 ottobre, 1991, *Ivi*, 1992, p. 517 ss.] si distingue tra “oggetto immediato” e “oggetto mediato” del contratto; il primo, rappresentato *tout court* dalla partecipazione societaria oggetto di trasferimento ed il secondo dalle attività e passività assunte *pro quota* dal soggetto cessionario. In tal senso, V. SANGIOVANNI, *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore*, *op. cit.*, pp. 203 e 204 e p. 209; V. SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, *op. cit.*, p. 1162 e pp. 1171 e 1172; L. PONTI, M. MASETTI, *La vendita garantita delle partecipazioni sociali*, *op. cit.*, p. 281; P. RENNA, *Compravendita di partecipazioni sociali dalla lettera d’intenti al closing*, *op. cit.*, p. 123 ss..

(6) Per un succinto approfondimento sulla natura giuridica della partecipazione societaria nelle società di capitali si confronti, R. FERORELLI, *Art. 810, Della proprietà, Artt. 810 – 868*, in E. Gabrielli (dir. da), *Commentario del Codice Civile*, Tomo *, Torino, 2012, p. 28 ss; F. GALGANO, *Le società*, in *Diritto Commerciale*, Bologna, 2006, p. 205 ss. e p. 468 ss.; L. PICONE, *Natura della quota di S.r.l. e simulazione del trasferimento, Azioni e quote, Giurisprudenza*, in *Società*, 1997, p. 650 ss.; D. PROVERBIO, *Le clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali*, Milano, 2000, p. 11 ss.; F. DE MARIA, *La compravendita di azioni non quotate, Grandi orientamenti della giurisprudenza civile e commerciale*, in F. Galgano (dir. da), Padova, 1994, p. 4.

(7) In dottrina, sulla vendita di “azioni”, si veda, P. TRIMARCHI, *Le garanzie contrattuali nell’acquisto di partecipazioni sociali*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2016, p. 8 ss..

(8) Si veda, V. SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, *op. cit.*, 2011, p. 1170.

(9) Sull’argomento, V. SANGIOVANNI, *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore*, *op. cit.*, p. 204 ss..

(10) Per un approfondimento sulla materia, F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2011, p. 1100 ss..

(11) *Ivi*, p. 1102 ss..

(12) In tal senso, F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, *op. cit.*, p. 1103, il quale riporta il *decisum* di Cass., 3 luglio 2000, n. 8880, in www.leggiditaliaprofessionale.it.

(13) Per un approfondimento sulla questione, V. SANGIOVANNI, *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore*, op. cit., p. 208 ss.; *Id.*, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, op. cit., p. 1170 ss..

(14) Analoga *ratio* la si rinviene, in materia di fusione, all'art. 2504 *quater*, cod. civ., il quale stabilisce, per ragioni di economia procedimentale, l'indissolubilità dell'operazione effettuato il deposito dell'atto di fusione presso il registro delle imprese competente, lasciando operativo l'esclusivo rimedio risarcitorio. Sull'argomento, V. SANGIOVANNI, *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore*, op. cit., p. 208.

(15) In tal senso, A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2007, p. 314 ss.. Altresì, nt. 3 e nt. 69.

(16) Sul concetto di "giudizio di meritevolezza" dell'interesse delle parti si veda, F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, op. cit., p. 816 ss..

(17) Sul punto, E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, op. cit., p. 65 ss.; V. SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, op. cit., p. 1164 ss.; V. SANGIOVANNI, *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore*, op. cit., p. 211; A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, op. cit., p. 40 ss..

(18) Nella prassi degli affari lo "Share Purchase Agreement" può trovare sviluppo anche sottoforma di altre strutture contrattuali, differenti dal meccanismo "preliminare – definitivo" *tout court*, in funzione del soggetto giuridico che andrà a porre in essere il negozio. Esemplicando, con un "contratto per persona da nominare", con un "contratto con consenso anticipato alla cessione" o, ancora, con un "contratto con effetti reali differiti" (sospensivamente condizionato) rispettivamente disciplinati agli artt. 1401 ss, 1406 ss., 1470 ss e 1353, cod. civ.. Sul tema, E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, op. cit., pp. 64 e 65 e p. 93 ss..

(19) Con riferimento alla tecnica del "contratto condizionato", P. CEVASCO, *Trasferimento di partecipazioni societarie*, op. cit., p. 30 ss.. Per una succinta analisi circa gli "eventi" oggetto di condizione sospensiva nella modalità redazionale "contratto definitivo sospensivamente condizionato" - presenza di c.d. "condition precedent" - si confronti, E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, op. cit., p. 99 ss..

(20) Sul concetto di "lettera d'intenti" – altresì denominata "minuta contrattuale", "puntazione" o, secondo prassi anglosassone, "Letter of Intent – L.o.I." o "Memorandum of Understanding – M.o.U." – e sulla "responsabilità precontrattuale" da essa scaturente ai sensi degli artt. 1337 e 1338, cod. civ. si confronti, F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, op. cit., p. 875 ss..

(21) Per un approfondimento sulla fase precontrattuale nel processo di acquisizione di partecipazione sociale, E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, op. cit., p. 57 ss..

(22) Naturalmente, preordinata alla manifestazione di interessi da parte del “buyer”, vi sarà una preventiva attività di analisi (anteriore alla stessa fase di “due diligence” - “business due diligence”) sulla struttura statutaria e finanziaria della “target” finalizzata, nello specifico, all’acquisizione di dati e informazioni necessarie a sondare l’effettiva opportunità economica dell’affare nonché l’ammontare di capitale eventualmente necessario, unitamente alle garanzie ad esso correlate. In tal senso, *Ivi*, p. 29 ss., p. 49 ss. e p. 54 ss..

(23) Sovente, nella prassi degli affari, il soggetto acquirente si riserva la facoltà, in sede di stipula del definitivo, di nominare un terzo quale suo sostituto nel contratto di vendita (contratto per persona da nominare *ex art.* 1401 ss., cod. civ. o altresì contratto con consenso anticipato alla cessione di cui all’art. 1407 ss., cod. civ.). Siffatta necessità ben può originare dalla volontà del soggetto di attribuire la partecipazione acquisenda ad una società di futura costituzione e dunque non ancora in grado di assorbire l’effetto traslativo promanante dal negozio stipulando. In tali evenienze, sarà dunque onere delle parti esplicitare con estrema chiarezza l’esatta fattispecie contrattuale da adoperarsi onde evitare futuri ed eventuali problemi interpretativi. Sul punto, P. RENNA, *Compravendita di partecipazioni sociali dalla lettera d’intenti al closing*, *op. cit.*, p. 105 ss..

(24) *Ivi*, p. 65 ss..

(25) È usuale, nella pratica degli affari, che il contratto si delinei nella seguente struttura, «1. premesse (recitals); 2. definizioni; 3. oggetto del contratto (quota di partecipazione definita nella sua percentuale al capitale sociale e nel suo potere di controllo societario); 4. prezzo; 5. clausole del periodo interinale (covenants); 6. dichiarazioni e garanzie; 7. indennizzi – “price adjustment” – “escrow agreement”; 8. condizioni sospensive; 9. clausole di recesso; 10. patti accessori; 11. trasferimento delle quote di partecipazione; 12. clausole compromissorie; 13. post closing: clausole di regolamentazione degli indennizzi.». E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell’acquirente nel processo di M&A*, *op. cit.*, pp. 65 e 66. Con particolare riferimento al valore giuridico e alla funzione delle “premesse” e alle “definizioni”, P. RENNA, *Compravendita di partecipazioni sociali dalla lettera d’intenti al closing*, *op. cit.*, p. 111 ss..

(26) Nella prassi degli affari, all’esordio di tale fase operativa, prima di procedere all’esecuzione di tutto ciò che concerne la realizzazione del trasferimento dei titoli (“closing actions and deliveries”) ed alla corrispettiva e contestuale corresponsione del (o di parte del) prezzo, per il tramite dell’inserimento della “bring down condition”, le parti hanno l’obbligo di valutare l’effettiva e costante sussistenza delle “rappresentazioni e garanzie” anzitempo fornite dal venditore, le quali, ove risultanti non veritiere o insussistenti, determinerebbero il verificarsi (o non) dell’evento supposto alla base della condizione sospensiva (unilaterale) e dunque, salvo “rinnovazione unilaterale” del contratto con efficacia *ex nunc*, renderebbero il contratto inefficace. In ultima analisi, come sostenuto in dottrina [su tale ultima affermazione, A. Tina, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, *cit.*, p. 45, *nt. n.* 13], tale clausola (con riferimento ai soli effetti) conferirebbe «all’acquirente un vero e proprio diritto di recedere dalle trattative». Per un approfondimento procedurale sulla fase di “closing” si veda, E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell’acquirente nel processo di M&A*, *op. cit.*, p. 107 ss.; A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, *op. cit.*, p. 147 ss..

(27) Per un approfondimento sul ruolo svolto dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato nelle operazioni di acquisizione di partecipazioni societarie ai sensi della normativa italiana di riferimento in materia di "concentrazione" del controllo (societario) sul mercato [l. 10 Ottobre 1990, n. 287 e s.m.i. – oltre leggi speciali di settore] si veda, P. AUTERI, G. FLORIDIA, V. MANCINI, G. OLIVIERI, M. RICOLFI, P. SPADA, *Diritto industriale, Proprietà intellettuale e concorrenza*, Torino, 2009, p. 472 ss. e p. 481 ss.; E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, op. cit., pp. 99 e 100 e pp. 159 e 160.

(28) Si veda, E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, op. cit., p. 100 ss..

(29) Sul rapporto di (autonomia e) collegamento tra "contratto preliminare" e "accordo definitivo", P. CEVASCO, *Trasferimento di partecipazioni societarie*, op. cit., p. 64 ss..

(30) Per un'elencazione dei più diffusi "obblighi di fare e non fare" – "covenants" – si confronti, E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, op. cit., p. 96. Altresì sull'argomento, L. PONTI, M. MASETTI, *La vendita garantita delle partecipazioni sociali*, op. cit., p. 285 ss..

(31) In tal senso, E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, op. cit., p. 95 ss.; P. CEVASCO, *Trasferimento di partecipazioni societarie*, op. cit., p. 107 ss..

(32) Per un approfondimento sul tema, E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, op. cit., p. 97.

(33) Oltre alla "best efforts" (il massimo degli sforzi), vi sono altre modalità di condotta quali, i "reasonable efforts" (sforzi ragionevoli), la "due diligence" (diligenza dovuta) e le "regole dell'arte". *Ivi*, p. 98.

(34) Esemplificando la clausola "Mac", utilizzata anche in ambito di contratti di "finanza di progetto", fusione e scissione, potrà riguardare «la perdita di clientela importante; l'improvviso stravolgimento del settore di appartenenza; un *factum principis*, che fa crollare la convenienza del business; una consistente riduzione del patrimonio aziendale nel periodo fra accordo e closing; la violazione di garanzie». Tipica tecnica di costruzione della suddetta, opposta a quella della elencazione analitica dei singoli eventi coperti, è quella del "carve out" (escludere), consistente nella elencazione degli eventi non inclusi al fine di aumentare la portata operativa di quelli ricompresi. In aggiunta alla clausola "Mac" vi è, altresì, la clausola di "forza maggiore" e di "eccessiva onerosità" ("hardship"). *Ivi*, p. 101 ss..

(35) Nel mondo degli affari internazionali, la clausola "Mac" ha avuto la sua progressiva e massiva diffusione a partire dallo storico attentato che ha colpito gli Stati Uniti nel settembre 2001, il quale ha sottolineato agli operatori l'esistenza di un ulteriore elemento di disturbo delle dinamiche di "business" dagli effetti a dir poco catastrofici (si

pensi, ad esempio, alle operazioni instaurate in zone geografiche dall'instabile assetto geopolitico). Così, *Ivi*, p. 103.

(36) *Ivi*, p. 102 ss..

(37) Si è a lungo dibattuto sul momento di verifica dell'effetto traslativo nel contratto di vendita di partecipazione delle società di capitali. In tal senso, sono andate contrapponendosi due tesi dottrinarie, le quali, rispettivamente, riconducevano la traslazione del diritto al raggiungimento dell'accordo tra le parti ex art. 1376, cod. civ. ("tesi consensualistica") e al perfezionamento della procedura di trasferimento della partecipazione prevista dalla legge per il tipo capitalistico ("tesi anticonsensualistica"). Dottrina [G. F. CAMPOBASSO, F. DI SABATO, A. STAGNO D'ALCONTRES, F. MARTORANO, in P. CEVASCO, *Trasferimento di partecipazioni societarie*, op. cit., p. 4, nt. 4] e giurisprudenza [Cass., 17 gennaio 1986, n. 272; Cass., 26 giugno 1961, n. 1534; Cass., 18 settembre 1970, n. 1549; Cass., 1 febbraio 1974, n. 271; Cass., 7 gennaio 1981, n. 116; Cass., 5 settembre 1995, n. 9314, in www.leggiditaliaprofessionale.it] propendono oggi per la corrente "consensualistica", ritenendo in tal senso la procedura di trasferimento del titolo prevista dalla legge quale solo presupposto all'esercizio del "diritto di socio" (opponibilità alla società) oltre che (salvo il caso di "girata piena" o di vendita mediante separato atto autentico trascritto) di opponibilità del diritto reale sulla partecipazione ai terzi. Si veda, P. CEVASCO, *Trasferimento di partecipazioni societarie*, op. cit., p. 1 ss.; altresì E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, op. cit., p. 108 ss.. Per un'indagine sulle posizioni anteriori, F. DE MARIA, *La compravendita di azioni non quotate*, op. cit., p. 5.

(38) Sull'argomento, G. PARI, *Cessione di quote sociali*, Milano, 2005, p. 102 ss.; G. BONFANTE, *Il contratto di vendita, Contratti Commerciali*, in F. Galgano (dir. da), G. Cottino (a cura di), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Volume sedicesimo, Padova, 1991, pp. 37 e 38; F. GALGANO, *Le società*, op. cit., p. 207 ss..

(39) Al riguardo, G. PARI, *Cessione di quote sociali*, op. cit., p. 149 ss.; F. GALGANO, *Le società*, op. cit., p. 470 ss..

(40) E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, op. cit., p. 110.

(41) *Ivi*, p. 111 ss..

(42) P. TRIMARCHI, *Le garanzie contrattuali nell'acquisto di partecipazioni sociali*, op. cit., p. 5 ss..

(43) Sul concetto di "giusto prezzo" nelle società "chiuse", V. SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, op. cit., p. 1162.

(44) Per un approfondimento sul tema, *Ivi*, p. 1163.

(45) Il “patrimonio netto” viene calcolato generalmente sui dati dell’ultimo bilancio, anche se, a seconda dell’arco temporale nel quale viene posta in essere l’operazione, ben possono essere redatti (seppur non aventi carattere ufficiale) dei bilanci c.d. “intermedi”. *Ivi*, pp. 1163 e 1165 ss..

(46) Sul punto, E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell’acquirente nel processo di M&A*, *op. cit.*, pp. 28 e 29.

(47) Più precisamente, onde poter assicurare le ragioni di “segretezza industriale” in capo al venditore, la completa “disclosure” informativa verso il compratore si avrà solo in un momento successivo alla conclusione del contratto SPA (definitivo) con la “post closing due diligence”. Questo in quanto, benché permanente la possibilità di scioglimento del contratto anche a contratto concluso (da qui si spiega dunque la tendenza a riconoscere esclusivamente rimedi ristoratori di tipo pecuniario in caso di attivazione di clausole risolutive e / o sospensive), ove tali informazioni si rendessero accessibili in epoca anteriore, il possibile fallimento dell’operazione, provocherebbe sia la perdita del segreto sui dati societari che il profitto derivante dalla vendita stessa. Di contro, in un’ottica di bilanciamento degli interessi, si concede comunque all’acquirente una “preliminary due diligence” finalizzata alla materiale prosecuzione contrattuale dell’operazione (durante la fase interinale, verso il “closing”), preceduta, a sua volta, dalla “business due diligence” la quale rappresenta la autonoma e preliminare tecnica di ricerca delle “target” da parte dei “buyers”. Si veda, *Ivi*, p. 165; V. SANGIOVANNI, *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore*, *op. cit.*, p. 204 ss.; P. RENNA, *Compravendita di partecipazioni sociali dalla lettera d’intenti al closing*, *op. cit.*, p. 99 ss.; A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, *op. cit.*, p. 43 e p. 157 ss..

(48) Sull’argomento, V. SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, *op. cit.*, p. 1162 ss.; E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell’acquirente nel processo di M&A*, *op. cit.*, pp. 94 e 95.

(49) V. SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, *op. cit.*, p. 1164 ss.; E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell’acquirente nel processo di M&A*, *op. cit.*, pp. 94 e 95.

(50) Si confronti, V. SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, *op. cit.*, p. 1166 ss.; E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell’acquirente nel processo di M&A*, *op. cit.*, pp. 94 e 95.

(51) *Cfr.* nt. 16.

(52) *Cfr.* nt. 17.

(53) L’utilizzo di tale clausola di “earn out”, oltre che rivelarsi di ausilio alla determinazione esatta del valore della partecipazione ceduta, funge altresì da incentivo alla conclusione dell’affare in quanto permette al venditore, attesa la modalità di pagamento in parte differita, di reperire sul mercato con maggiore facilità potenziali acquirenti, i quali, sulla base di tali presupposti, non trovandosi costretti a ricorrere al capitale a debito, si

troveranno meglio propensi all'acquisto. In tal senso, V. SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, op. cit., pp. 1166 e 1167. Altresì, E. TARTAGLIA, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari, Clausole di tutela dell'acquirente nel processo di M&A*, op. cit., p. 82.

(54) Sull'argomento, V. SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, op. cit., p. 1167 ss.; A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, op. cit., p. 513 ss..

(55) Cfr. nt. 22. Altresì, P. CEVASCO, *Trasferimento di partecipazioni societarie*, op. cit., p. 136 ss.; A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, op. cit., p. 505 ss..