



TEORIA E STORIA DEL DIRITTO PRIVATO

RIVISTA INTERNAZIONALE ONLINE - PEER REVIEWED JOURNAL
ISSN: 2036-2528

Paolo Mammola

**Some Remarks on the Sale of Corporate
Control from an Italian Perspective**

Numero XIV Anno 2021
www.teoriaestoriadeldirittoprivato.com

Proprietario e Direttore responsabile
Laura Solidoro

Comitato Scientifico

A. Amendola (Univ. Salerno), E. Autorino (Univ. Salerno), C. Corbo (Univ. Napoli Federico II), J.P. Coriat (Univ. Paris II), J.J. de Los Mozos (Univ. Valladolid), L. Garofalo (Univ. Padova), P. Giunti (Univ. Firenze), L. Loschiavo (Univ. Teramo), A. Petrucci (Univ. Pisa), P. Pichonnaz (Univ. Fribourg), J.M. Rainer (Univ. Salzburg), S. Randazzo (Univ. LUM Bari), L. Solidoro (Univ. Salerno), J.F. Stagl (Univ. de Chile), E. Stolfi (Univ. Siena), V. Zambrano (Univ. Salerno).

Comitato Editoriale

A. Bottiglieri (Univ. Salerno), M. d'Orta (Univ. Salerno), F. Fasolino (Univ. Salerno), L. Gutiérrez Massón (Univ. Complutense de Madrid), L. Monaco (Univ. Campania L. Vanvitelli), M. Scognamiglio (Univ. Salerno), A. Trisciuglio (Univ. Torino)

Redazione

M. Beghini (Univ. Verona), M. Bramante (Univ. Telematica Pegaso), P. Capone (Univ. Napoli Federico II), S. Cherti (Univ. Cassino), C. De Cristofaro (Univ. Roma La Sapienza), N. Donadio (Univ. Milano), P. Pasquino (Univ. Salerno)

Segreteria di Redazione

C. Cascone, G. Durante, M.S. Papillo

Sede della Redazione della rivista:

Prof. Laura Solidoro
Via R. Morghen, 181
80129 Napoli, Italia
Tel. +39 333 4846311

Con il patrocinio di:



Ordine degli Avvocati di Salerno



Dipartimento di Scienze Giuridiche
(Scuola di Giurisprudenza)
Università degli Studi di Salerno

Aut. Tr. Napoli n. 78 del 03.10.2007

Provider

Aruba S.p.A.

Piazza Garibaldi, 8

52010 Soci AR

Iscr. Cam. Comm. N° 04552920482 – P.I. 01573850616 – C.F. 04552920482

Some Remarks on the Sale of Corporate Control from an Italian Perspective

SOMMARIO: 1. Introduction – 2. Several Issues related to Sales of Corporate Control – 3. Business and Implied Warranties.

1. Introduction

Different categories of contracts – classified, e.g., as ‘third’ contract – are drafted by practice and characterised by several restrictions – *an*, *quid*, and *quomodo* – to contractual freedom¹.

On the contrary, Corporate Control Transactions still seem to host complete and rather complex negotiations². Information asymmetry³ tends here to be reduced, given the professional character of entrepreneurial parties⁴ – assisted by skilled advisors in bargainings⁵ –

¹ Cfr. G. ALPA, *Introduzione*, in S.M. CARBONE, *Autonomia privata e commercio internazionale. Principi e casi*, Milano, 2014, V f.; as well as G. GITTI, *Premessa*, in *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, a cura di G. Gitti, Bologna, 2006, 11-13; and S. PAGLIANTINI, *La frammentazione del contraente debole*, in *Arbitro Bancario e Finanziario*, a cura di G. Conte, Milano, 2021, 297-302.

² V. SALAFIA, *Circolazione delle partecipazioni societarie*, in *Società*, 2014, 1180.

³ G. CONTE, *La vendita di pacchetti azionari*, in *I contratti per l'impresa*, II. *Banca, mercati, società*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, 501 and 505.

⁴ Cfr. G. BARALIS, *Le parti. Problemi generali e casistica*, in *Le acquisizioni societarie*, diretta da M. Irrera, Torino, 2015, 125-165; and L. RENNA, *Compravendita di partecipazioni sociali. Dalla lettera di intenti al closing*, Bologna, 2019, 105-111.

⁵ F. BONELLI, *Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, a cura di F. Bonelli e M. De Andrè, Milano, 1990, 3-48; G. CONTE, *La vendita*, cit., 483; R.J. GILSON, B.S. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, New York, 1995, 1578: «The portion of the acquisition agreement dealing with representations and warranties – commonly the longest part

and the release (mainly) from the seller of warranties after buyer's due diligence⁶.

*of a typical acquisition agreement and the portion that usually requires the most time for a lawyer to negotiate – has as its primary purpose to remedy conditions of asymmetrical information in the least-cost manner. To understand the way in which the device of representations and warranties operates to reduce information asymmetry between the acquirer and the target, it is helpful to distinguish between the costs of acquiring new information and the costs of verifying previously acquired information». Nonetheless, see M. SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di 'controllo' e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, p. 149 f., esp. 150: «[N]on sempre i contraenti si affidano, a causa degli ingenti costi, a dei professionisti per la redazione dei contratti: soprattutto per la cessione delle partecipazioni in società di piccole dimensioni, chi predispone gli accordi è sprovvisto della necessaria competenza tecnica»; thence, the relevance of incomplete agreements, clauses, and warranties: see *infra*, fnn. 37 and 108. On the relationship between Company Law and its – new and old – rentiers, see L. ENRIQUES, *Scelte pubbliche e interessi particolari nella riforma delle società di capitali*, in *Merc. conc. reg.*, 2005, 145-192, now in ID., *Le regole della finanza. Diritto societario e mercato in Italia e in Europa*, Torino, 2012, 59-123, esp. 77-95. On 'litigation', arbitrations, and legal opinions, see: M. ARDITO, *Clause compromissorie e valutazioni rimesse a terzi*, in *Acquisizioni*, cit., 235-244; M.V. BENEDETTELLI, *Patti parasociali ed arbitrato estero: sul possibile equilibrio tra autonomia societaria ed autonomia compromissoria*, in *Trasferimenti di partecipazioni azionarie. Linee evolutive dopo il convegno di Portofino del 1989*, a cura di A. Crivellaro, Milano, 2017, 259-284; A. CARLEVARIS, *L'arbitrato delle controversie relative a contratti Me&A*, in *Trasferimenti*, cit., 285-308; D. CORAPI, *Representations and warranties: il caso delle legal opinions*, in *Trasferimenti*, cit., 185-197, esp. 194 f.: «[È] chiaro che le legal opinions non possono essere considerate warranties, ma costituiscono per i loro autori vere e proprie representations, cioè dichiarazioni di scienza ovvero attestazioni di un fatto o di una circostanza di natura giuridica come esistente e conosciuta nel momento in cui vengono rese. Le legal opinions devono essere rese con diligenza professionale, correttezza e buona fede, ma non si assume con esse il rischio oggettivo di una loro mancanza di veridicità ... [E]ssendo la formulazione dell'opinione oggetto di un incarico professionale conferito dalla parte venditrice, è nei confronti di questa che il suo autore sarà contrattualmente obbligato e responsabile di eventuali inadempimenti a lui imputabili»; M. D'ONOFRIO, *I rimedi in materia di vendita di partecipazioni sociali*, in *La vendita di beni mobili*, a cura di T. dalla Massara, Pisa, 2020, 146 f., 164, and 167 f.; F.M. SBARBARO, *Private enforcement e judicial scrutiny nel trasferimento del controllo societario*, Milano-Padova, 2019, 89-98; as well as L. ENRIQUES, *Silence is Golden: The European Company Statute as a Catalyst for Company Law Arbitrage*, in *J. Corp. L. Stud.*, 2004, 77-95; L. RENNA, *Compravendita*, cit., 381-396; R. ROSSOTTO, *La joint venture ed il trust*, in *Le acquisizioni*, cit., 883-905, esp. 896-898; and A. VILLA, *Clauseole sulle controversie, arbitrati e competenza del giudice ordinario*, in *Le acquisizioni*, cit., 747-779.*

⁶ G. CONTE, *La vendita*, cit., 484, fn. 39; L. BRAGOLI, *La due diligence legale e i suoi riflessi contrattuali*, in *Le acquisizioni*, cit., 61-85; M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 26-33 and 332 ff.:

Interests at stake – of the entity, members, and third parties involved – are potentially in conflict, so that a perspective may have regard to the shareholding as a whole⁷, instead of considering each share individually⁸.

«Spesso ... l'acquirente procede ... all'esperimento di una c.d. due diligence, ossia all'esame di tutta la documentazione che riguarda la società le cui partecipazioni vengono cedute. Il più delle volte il venditore non permette all'acquirente di svolgere tale esame dei documenti della società ... prima che il compratore risulti vincolato; ciò per non rivelare informazioni riservate che potrebbero pregiudicare la società, soprattutto nel caso frequente in cui il compratore sia un concorrente ... La due diligence ha inoltre una rilevante funzione probatoria, in quanto le parti documentano quali informazioni il venditore ha messo a disposizione dell'acquirente, e quindi quali circostanze quest'ultimo conosceva relativamente alla società le cui partecipazioni vengono acquistate. Infine la due diligence comporta, per il compratore, un vincolo più stringente, nel caso in cui essa sia esperita prima della conclusione del contratto di vendita delle partecipazioni: tra le parti si instaura infatti una relazione particolarmente stretta, ... e quindi solo sulla base di un motivo fondato l'acquirente potrà legittimamente recedere dalle trattative nel corso delle quali la due diligence è esperita»; ID., *Compravendita «non convenzionalmente garantita» di partecipazioni sociali di 'controllo'*, in *Giur. comm.*, 2019, III.1, 474: «[D]a un'analisi delle sentenze in materia emerge che la giurisprudenza tiene ben conto del profilo soggettivo delle parti ... quando perviene a soluzioni ermeneutiche che attribuiscono rilievo alla due diligence esperita dal compratore»; ID., *Una criticabile sentenza della Cassazione in materia di garanzie legali e convenzionali nel caso di trasferimento di partecipazioni sociali*, in *Corriere giur.*, 2020, 514 f., esp. fn. 15 (note): «L'affermazione pare confermare l'orientamento che non considera l'esperimento della due diligence un obbligo o onere in capo al compratore (e salva ovviamente la valutazione di mancanza di diligenza o perizia dell'organo amministrativo della società acquirente che non abbia condotto tale processo informativo)»; L. RENNA, *Compravendita*, cit., 81-101; S. TERSILLA, *La due diligence per l'acquisizione di un pacchetto azionario di controllo di una società non quotata in borsa: obblighi di informazione e responsabilità dei soggetti coinvolti*, in *Dir. comm. int.*, 2002, 969-999, esp. 971-974; A. TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, 2007, esp. 126-141 and 157-162.

⁷ C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni. Azioni - Gruppi*, II*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1991, 104, fn. 12; C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni, Milano, 2012, 34; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, II. *Diritto delle società*⁸, Torino, 2012, 208 f.; and E. SIMONETTO, *Successione ereditaria e plusvalore della partecipazione azionaria di controllo*, in *Riv. soc.*, 1960, 685 ff., now in *Studi in onore di E. Betti*, Milano, 1962, 597 ff.

⁸ 'Reification' of public companies' shares, being a logical *prius* with respect to shareholder's status in C. ANGELICI, *La società*, cit., 31, fn. 26, 33 f., fn. 33, 36, and 544, fn. 74; G. FERRI, *Le società*, in *Tratt. dir. civ.*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1971, 335-338 and 343, fn. 1: *Quotenaktien* and *Summenaktien*; ID., *Manuale di diritto commerciale*¹⁵, Torino, 2016, 278 f., 280 f.

Notwithstanding the ‘economic’ incidence in terms of control’s shift⁹ by means of the sale and transfer of (all shares or) a controlling stake¹⁰, the sale and purchase formally and directly¹¹ refers to individual shares, albeit a relevance of their transfer as ‘quota’ (and related autonomous power of control¹²)

⁹ On ‘Corporate Control Transactions’, see F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass.-London, 1991, 109-144; R.A. POSNER, *Economic Analysis of Law*⁹, Alphen aan den Rijn, 2014, 564-567; and F.M. SBARBARO, *Private enforcement*, cit., 21-34, 107-111, and 135-139. Cfr. Trib. Milano (ord.) 24 luglio 2018, in S. LUONI, *La prelazione ed il cambio del controllo*, in *Giur. it.*, 2019, 594-599 (note): «È legittima una clausola statutaria che preveda il diritto di prelazione a favore degli altri soci nel caso in cui si realizzi il cambio del controllo di una società socia» and «[i]n presenza di una clausola statutaria che preveda il diritto di prelazione a favore degli altri soci nel caso in cui si realizzi il cambio del controllo di una società socia, senza fornire alcuna definizione di controllo, rilevano entrambe le ipotesi di controllo di cui all’art. 2359, 2° comma, n. 1 e 2, c.c.».

¹⁰ C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 106-108, esp. fn. 20; ID., *La società*, cit., 34, fn. 33; G. FERRI, *Le società*, cit., 337 f. On the application of art. 2557 (*Divieto di concorrenza*), It. Civ. Code, references in G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, I. Diritto dell’impresa*⁷, Torino, 2013, 151 f., fnn. 29 and 31; cfr. M. CIAN, *Dell’azienda*, in *Cod. civ. Comm. Schlesinger*, Milano, 2018, 156-164, and ID., *L’azienda tra diritto dei beni e regolazione dei fatti d’impresa – Prolegomena*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 621 ff. On price’s nature – *rectius*, purchaser’s *facere* – in case of shares’ sale of distressed companies: A. LUMINOSO, *La compravendita. Corso di diritto civile*⁷, Torino, 2011, 22 f.

¹¹ Cfr. M. CALLEGARI, *Le clausole relative all’oggetto «diretto» (azioni-quote)*, in *Le acquisizioni*, cit., 167-192.

¹² See artt. 2359 (*Società controllate e società collegate*), It. Civ. Code; art. 23 (*Nozione di controllo*), d.lgs. 385/1993; and art. 93 (*Definizione di controllo*), d.lgs. 58/1998: P. DAL SOGLIO, *Art. 2359*, in *Commentario breve al diritto delle società*, diretto da A. Maffei Alberti, Padova, 2011, 432-436; M. LAMANDINI, *Art. 2395*, in *Società di capitali. Commentario*, I, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d’Alcontres, Napoli, 2004, 393-408; M. LAMANDINI, voce «Controllo» di società, in *Diritto commerciale*, a cura di N. Abriani, in *Dizionari del diritto privato* promossi da N. Irti, Milano, 2011, 316-325; as well as M. PALMIERI, *Art. 23*, in *Commentario breve al Testo Unico Bancario*, diretto da R. Costi e F. Vella, Milano-Padova, 2019, 114-118; and C. PASQUARIELLO, *Art. 93*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Milano-Padova, 2020, 699-706. Cfr.: G. GUIZZI, *Il mercato concorrenziale: problemi e conflitti. Saggi di diritto antitrust*, Milano, 2010, 55-108; and M. NOTARI, *La nozione di «controllo» nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, *passim*, esp. 149-226. Cfr. also L. ENRIQUES, *Corporate Governance Reforms in Italy: What Has Been Done and What Is Left to Do*, in *Eur. Bus. Organization L. Rev.*, 2009, 477-513; C. OSTI, *La disciplina antitrust e le clausole relative*, in *Le acquisizioni*, cit., 273-293, esp. 289-

still subsists¹³.

Since control is qualified as a corporate asset¹⁴, it is affirmed that «[t]he premium price received by the seller of the control bloc amounts to an unequal distribution of the gains» and argued whether that – consistently with «the Pareto principle of welfare economics» – «maximizes investors' wealth»¹⁵.

Differently, other scholars¹⁶ – assuming¹⁷ that control is a corporate asset and applying the equal opportunity¹⁸ (of minority shareholders¹⁹) rule – favour compulsory sharing and sale-of-control premium's allocation (as price of power) into the company treasury, whose rationale underlies both mandatory takeover bids (and squeeze-out²⁰) and drag-along

293; and N. BOTTERO, T. RICOLFI, *I patti di non concorrenza*, in *Le acquisizioni*, cit., 295-317, esp. 302-306.

¹³ C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 108 and 114 f.

¹⁴ Cfr. F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure*, cit., 127.

¹⁵ F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure*, cit., 126 f.

¹⁶ Namely, A.A. Berle, and W.D. Andrews and R.W. Jennings: see F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure*, cit., 127, fn. 9 f.

¹⁷ See R.C. CLARK, *Corporate Law*, New York, 1986, 491-498; cfr. A. POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Milano, 2014, 215-219.

¹⁸ See B.R. CHEFFINS, *Company Law: Theory, Structure, and Operation*, Oxford, 1997, 472-495; cfr. C. ANGELICI, *La società*, cit., pp. 115-126, and A. POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, cit., pp. 212-215 and 404-406.

¹⁹ Cfr. V. DOTTI, *Clausole relative ad acquisti parziali di pacchetti azionari*, in *Acquisizioni*, cit., 212-219; and A. POMELLI, *Trasferimento*, cit., 406-410.

²⁰ Cfr. R.A. POSNER, *Economic Analysis*, cit., 567-569 and, particularly: on policies and regulatory framework – including UK, USA, and EU – of takeovers and the market for corporate control, A. BENOCCI, *La regolamentazione del mercato del controllo societario tra ragioni di efficienza ed esigenze di garanzie*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2018, 83 ff.; as well as L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna, 2002, *passim*, esp. 11-49; A. POMELLI, *Trasferimento*, cit., 11-17, 340-359, 539-544, and 699-705; and C. BRADLEY, *Corporate Control: Markets and Rules*, in *Mod. L. Rev.*, 1990, 170-186, esp. 170-172: «Traditionally, comment on, and regulation of, takeovers has focused on three issues: (1) the maintenance of proper balances between managerial and ownership interests within companies which are the targets of take-over attempts, (2) the maintenance of a balance between the interests of predators and shareholders in the target company, and (3) the protection of public interest. The first issue can be traced to the identification by Berle and Means of a potential conflict between the interests of owners and the interests of controllers of large corporations. Since Berle and Means, much of the literature about corporations has concentrated on whether

and tag-along clauses²¹.

*constraints on corporate managerial power are necessary in order to protect the interests of shareholders. One of the most significant constraints on corporate managerial power seems ... to be the market for corporate control, and the threat of displacement which it poses to corporate managements. ... The theory of the market for corporate control is that 'inefficient managers, if not responsible to, and subject to displacement by, owners directly, can be removed by stockholders' acceptance of take-over bids induced by poor performance and a consequent reduction in stock value'. The market for corporate control is supposed to reduce the risk, identified by Berle and Means, that managers may satisfice or engage in non-profit maximising behaviour and to ensure that resources are allocated efficiently. The foundation of the market for corporate control theory is the relationship between the activities of a company's management and the price of its shares. This creates a 'control opportunity' ... for a predator to acquire control of the company and appoint a new management which will act to maximise the share price, and, in so doing, produce capital gains for the predator. The removal of the 'inefficient' management by the predator reinforces the threat of displacement to the managements of other companies which might be tempted to engage in inefficient behaviour». Cfr. L. ENRIQUES, *In tema di difesa contro le opa ostili: verso assetti proprietari più contendibili o più piramidali?*, in *Giur. comm.*, 2002, I.1, 108-114, and A. VICARI, *Le operazioni di acquisizione societaria assistite finanziariamente dalla società acquisita*, in *Le acquisizioni*, cit., 567-578.*

²¹ G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, II, cit., 244, fn. 107; M. MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in *Le acquisizioni*, cit., 429-460, esp. 432-447; G. BARALIS, *Le parti*, cit., 162-165; P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, Milanofiori Assago, 2013, *passim*, esp. 2 f., fn. 2, and 4-7; P. MAMMOLA, *Introduction to Private Equity*, in *Riv. giur. eur. Eur. L.J.*, 2019, 133 f., fn. 48; L. RENNA, *Compravendita*, cit., 205-212; E. RIMINI, *Le operazioni di Mezzanine Financing*, in *Le acquisizioni*, cit., 579-613, esp. 583-587 and 606-613; F.M. SBARBARO, *Private enforcement*, cit., 71-78; M. VENTORUZZO, P.-H. CONAC, G. GOTO, S. MOCK, M. NOTARI, A. REISBERG, *Comparative Corporate Law*, St. Paul, Minn., 2015, 471-517 and 519-575. Particularly, on drag-along clauses, see A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, in *Trasferimenti*, cit., 212-257, esp. 212 f., 216, and 229: «[S]ono almeno due le grandi categorie in cui si suddividono i patti di co-vendita. La prima è quella dei patti di trascinamento, che corrispondono ai patti chiamati nell'esperienza statunitense patti di drag-along. La seconda è, invece, quella dei patti di accodamento ovvero, sempre con terminologia statunitense, patti di tag-along ... [I] patti di trascinamento sono quelli che attribuiscono al socio o soci che detenga(no) una certa quota del capitale (solitamente, ma non necessariamente, sufficiente ad assicurare il controllo) il diritto di vendere a un terzo, assieme alle proprie e alle stesse condizioni, anche le partecipazioni degli altri soci. I patti di accodamento, invece son quelli che consentono a ciascun socio di pretendere che la propria partecipazione (tipicamente, partecipazione di minoranza) sia anch'essa venduta, a parità di condizioni, assieme a quella detenuta da altri soci (solitamente, i soci di controllo), che hanno trovato un acquirente disposto

*ad acquistare la totalità del capitale sociale o, quanto meno, una partecipazione sufficiente ad assicurare il controllo ... In astratto i patti di trascinamento possono essere conclusi vuoi nella forma di clausole statutarie, vuoi in quella di accordi parasociali. Parimenti, sempre in astratto si può ipotizzare la loro presenza vuoi in società con una base azionaria relativamente ampia, vuoi in società chiuse, cioè con una base azionaria ristretta. In concreto, tuttavia, il modello che più frequentemente ricorre ... è quello del patto stipulato come clausola inserita nello statuto di una società chiusa ... [L]e clausole di trascinamento, certamente lecite sul piano parasociale, non divengono illecite o inefficaci sul piano sociale in nome di una loro asserita carenza di funzione organizzativa ...; né sembra che più specificamente la loro validità sia preclusa dalla regola secondo cui il contratto di società non può imporre ai soci obblighi ulteriori rispetto a quello del conferimento»; contra, C. ANGELICI, *Fra 'mercato' e 'società': a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2011, 23 ff. and in *Studi in ricordo di P.G. Jaeger*, Milano, 2011, 181 ff. Cfr.: B.R. CHEFFINS, *Corporate Ownership and Control. British Business Transformed*, Oxford, 2008, 397-401; L. GULLIFER, J. PAYNE, *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, Oxford-Portland, Oreg., 2011, 654 ff., esp. 674 ff.; J.A. MCCAHERY, E.P.M. VERMEULEN, *Corporate Governance of Non-listed Companies*, Oxford, 171-192, esp. 189 ff. A. DENTAMARO, *Equity crowdfunding, trasferimento del controllo e strumenti a difesa dell'investitore. Qualche problema applicativo?*, in *Giustizia civile .com*, 10 January 2017, 1-18, esp. 7-10, on tag-along clauses and equity crowdfunding; see, on the latter topic: J. ARMOUR, L. ENRIQUES, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, in *Mod. L. Rev.*, 2018, 51-84; C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell'attività*, Bologna, 2020, 61 and 63 f.; V. CANALINI, *Il Fintech e le nuove frontiere dell'innovazione finanziaria*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. Capriglione, Milano-Padova, 2019, 299-324, esp. 309-314; M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, diretta da G. Finocchiaro e V. Falce, Bologna, 2019, 255-266. Cfr.: App. 1 ottobre 2013, in E. BARCELLONA, *Clausola di prelazione e fattispecie elusive: trasferimenti endo-gruppo consentiti e successiva perdita del controllo della società cessionaria*, in *Giur. comm.*, 2014, V.2, 867-876 (note): «Laddove uno statuto sociale contenente clausola di prelazione esenti dalla stessa i trasferimenti endo-gruppo (ovvero: a favore di società controllate da soci), il trasferimento a favore di una società controllata, che sia tuttavia funzionalmente collegato alla cessione a terzi del relativo controllo, deve ritenersi illegittimo in quanto sostanzialmente elusivo (con conseguente inopponibilità del trasferimento alla società delle cui azioni si tratta)»; as well as Cass. (ord.) 19 febbraio 2018, n. 3951, in: C. DI BITONTO, *Diritto statutario di covendita, cessione di nuda proprietà azionaria e cambio di controllo*, in *Società*, 2018, 1118-1133, esp. 1123 ff. (note): «Il diritto di covendita è configurabile solo quando l'acquirente abbia assunto il controllo della società per aver acquistato la maggioranza dei diritti di voto incorporati nelle azioni. In caso di dubbio, la clausola statutaria che prevede la covendita deve essere interpretata in maniera restrittiva, poiché pone limiti al principio della libera trasferibilità dei titoli partecipativi»; M.G. TRIVIGNO, *Non spetta il diritto di 'tag along' per il trasferimento della**

In the context of sales of corporate control, a main event may occur: that company's patrimony reveals to be of less value than the amount agreed²² due to, broadly speaking, emerging losses. In order to prevent the effects of this circumstance, the purchaser would require (from the seller) warranties concerning its actual solidity and composition, eventually by referral to financial statements²³.

In order to assess the remedies available to the transferee, maintenance of the contract²⁴ may act as a criterion, in order to preserve the firm on a going-concern basis²⁵, as well as the stability of change of control²⁶.

sola nuda proprietà delle azioni, in *Riv. not.*, 2018, 415 ff.; M.C. COSSU, *Covendita tag along e cessione della nuda proprietà*, in *Giur. it.*, 2018, 1431-1434: «La clausola statutaria di società per azioni, che attribuisca ai soci di minoranza il cosiddetto diritto di covendita 'tag along' nell'ipotesi di trasferimento del pacchetto azionario di controllo, non si applica all'ipotesi in cui l'alienante ceda la nuda proprietà delle azioni, riservandosi l'usufrutto»; F. PERRECA, *La clausola di accodamento (c.d. tag-along): si attiva per il trasferimento della nuda proprietà delle azioni o per l'acquisto del controllo?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 450-465: «In materia di società per azioni, la clausola di accodamento (c.d. tag-along) attribuisce ad un socio, generalmente di minoranza, il diritto di vendere la propria partecipazione sociale ad un terzo, in occasione della cessione delle azioni appartenenti ad uno o più soci, beneficiando delle medesime condizioni economiche», as well as «[i]n materia di società per azioni, la clausole di accodamento ... inserita nello statuto non si attiva se il socio cede esclusivamente la nuda proprietà delle azioni riservandosi l'usufrutto, salvo diversa pattuizione. Infatti, il trasferimento della nuda proprietà non conferisce all'acquirente il diritto di voto, né perciò il controllo sulla società, ove questo sia elevato dallo statuto a presupposto per la operatività della clausola di accodamento».

²² Cfr. N. DE LUCA, *Il closing*, in *Le acquisizioni*, cit., 541-564; and L. RENNA, *Compravendita*, cit., 343-345 and 361-367.

²³ Cfr. V. SALAFIA, *Circolazione*, cit., 1177 f.

²⁴ Cfr. M. D'ONOFRIO, *I rimedi*, cit., p. 158 f.

²⁵ Cfr. G. PACCHIANA PARRAVICINI, *Le acquisizioni societarie ed il rapporto di lavoro subordinato*, in *Le acquisizioni*, cit., 243-271, esp. 251-257.

²⁶ See F. GUERRERA in N. ABRIANI, L. CALVOSA, G. FERRI JR, G. GIANNELLI, F. GUERRERA, G. GUIZZI, C. MOTTI, M. NOTARI, A. PACIELLO, D. REGOLI, G.A. RESCIO, R. ROSAPEPE, M. STELLA RICHTER JR, A. TOFFOLETTO, *Diritto delle società*⁵, Milano, 2012, 425 f. Given the change of control, several questions arise involving the 'interim period' and including the relevance of 'earn-out clauses', see: P.G. JAEGER, *Impegni relativi all'amministrazione interinale della società fino al closing*, in *Acquisizioni*, cit., 117-128; as well as B. ACQUAS, *La gestione interinale fino al closing*, in *Le acquisizioni*, cit., 523-

540; L.A. BIANCHI, *Note in materia di garanzie di bilancio e/ o di redditività dopo gli IAS/IFRS*, in *Trasferimenti*, cit., 199-209; A. LANCIANI, *Il prezzo (modalità, aggiustamenti, garanzie del pagamento dilazionato)*, in *Le acquisizioni*, cit., 325-328; A. MONTEVERDE, *Gli aspetti societari delle acquisizioni di partecipazioni; subentro dei nuovi organi e clausole liberatorie*, in *Le acquisizioni*, cit., 505-521; L. RENNA, *Compravendita*, cit., 253-256 and 345-349; and A. TINA, *Il contratto*, cit., 411-427, esp. 420 and 424 ff.: «[L]a predisposizione di clausole di *earn out* è solitamente connessa alla possibilità per l'alienante di mantenere, anche dopo il closing, un certo grado di coinvolgimento nella politica gestionale della società ... Si presenta ... la necessità di assicurare all'acquirente che la situazione di riferimento non subisca alterazioni durante l'intervallo intercorrente tra la conclusione del contratto e il closing, al fine di evitare che vengano modificati i presupposti sui quali si è raggiunto l'accordo e sui quali è stato determinato il corrispettivo per la compravendita delle azioni (o delle quote sociali). Esigenza che ... non necessariamente trova un'adeguata risposta nella (eventuale) predisposizione delle MAC clauses ...». The latter clause becomes particularly relevant nowadays, because of the effects of COVID-19 on Business Law, as shown in: *COVID-19 and Business Law*, ed. by H. Eidenmüller, L. Enriques, G. Helleringer and K. van Zwieten, München-Oxford-Baden-Baden, 2020, *passim*; as well as W. PETER, *Drafting and dealing with Material Adverse Change Clauses*, in *Trasferimenti*, cit., 173-183; L. RENNA, *Compravendita*, cit., 297-301; M. SPERANZIN, *Le clausole relative all'oggetto «indiretto» (il patrimonio sociale); garanzie sintetiche e garanzie analitiche*, in *Le acquisizioni*, cit., 204-208; and particularly (and recently) P. MARCHETTI, *Nuovi sviluppi della disciplina emergenziale in tema di perdite di capitale: introduzione*, in *Riv. soc.*, 2021, 214-216. The clause at stake is defined as follows in M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., p. 249: «Clausola con la quale si prevede che tra la data del contratto preliminare e quella del definitivo, o tra quest'ultimo e il closing, non si verificheranno mutamenti rilevanti della situazione patrimoniale o aziendale della società (c.d. clausola di assenza di effetti sfavorevoli o material adverse change clause o material adverse effect clause)». Furthermore, «nel caso in cui le parti optino per un contratto di acquisizione sospensivamente condizionato, l'acquirente viene sollevato dai rischi relativi alla società anche una volta che ne sia diventato socio, laddove le garanzie tutelino l'acquirente per ogni difformità verificatasi fino al closing (e quindi, in questa ipotesi, anche successivamente la conclusione del contratto). Si pone quindi ... il problema di una possibile violazione del disposto dell'art. 2265 c.c., in base al quale è nullo ogni patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o, come in questo caso, alle perdite: l'eventuale violazione del divieto del patto leonino determinerebbe, infatti, la nullità delle clausole di garanzia poste a tutela dell'acquirente ... [V]alutando il disposto dell'art. 2265 c.c. norma di ordine pubblico economico, si deve ritenere che tale norma integri il concetto positivo di società delineato dall'art. 2247 c.c. ... Da un punto di vista strettamente formale le clausole di garanzia ... possono costituire una effettiva violazione del divieto del patto leonino ... In realtà è necessario sottolineare come generalmente le parti prevedano delle specifiche clausole in base alle quali i) i poteri (intesi in senso lato) di gestione del venditore sono limitati alla gestione ordinaria o in base alle quali ii) il venditore si impegna a seguire le istruzioni dell'acquirente in riferimento a specifiche e

This purpose does not entail *ex se* adherence to the doctrine of the *Unternehmen an sich*²⁷, but nonetheless takes into account the negative effects of such contract's annulment for the parties, stakeholders²⁸, and other constituencies.

If transaction's final purpose is acquiring control of a target company, the purchaser may prefer²⁹ to set provisions for a readjustment³⁰ – by means of an indemnity³¹ – of the agreement's conditions, instead of his termination.

Practice largely refers to internationally diffused³² contractual models – as shown by the recurrent denominations of *Share* (or *Quota*)

determinate operazioni: A. TINA, *Il contratto*, cit., 351-361, esp. 353 f., 357, and 359; see as well: N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 41 ff.

²⁷ See P. MAMMOLA, *Conformità, interessi, e pubblicità nella deliberazione assembleare di trasformazione omogenea progressiva di società a responsabilità limitata con 'quorum' agevolato*, in *Riv. dir. impr.*, 2016, p. 347, fn. 44.

²⁸ Cfr. A. POMELLI, *Trasferimento*, cit., pp. 42-51.

²⁹ G. CONTE, *La vendita*, cit., 492.

³⁰ Cfr. M. AMBROSOLI, *La sopravvenienza contrattuale*, Milano, 2002, *passim*, esp. 339 ff.; M.S. CATALANO, *Le clause di arbitraggio*, in *Le acquisizioni*, cit., 781-795; E. GABRIELLI, *L'eccessiva onerosità sopravvenuta*, in U. CARNEVALI, E. GABRIELLI, M. TAMPONI, *La risoluzione*, in *Il contratto in generale*, t. VIII**, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da M. Bessone, XIII, Torino, 2011, 435-442; E. GABRIELLI, *'Operazione economica' e teoria del contratto*. *Studi*, Milano, 2013, *passim*, esp. 159-194; R. GRISAFI, *Soprapvenienze, squilibri contrattuali e ruolo della presupposizione*, Milano, 2016, *passim*; A. LANCIANI, *Il prezzo*, cit., 319-336, esp. 323-325; F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996, *passim*, esp. 212 ff.; G. OPPO, *Lo «squilibrio» contrattuale tra diritto civile e penale*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, 533 ff.; F.P. PATTI, *Meccanismi di price adjustment e penalty rule nella vendita di partecipazioni societarie*, in ODCC, 2017, 133-170; P. PERLINGIERI, *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 2001, 335 ff., now in *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003, 443-461; L. RENNA, *Compravendita*, cit., 256-266; F.P. TRASCIA, *Soprapvenienze contrattuali e rinegoziazione nei sistemi di civil e di common law*, Napoli, 2003, *passim*, esp. 169-219.

³¹ Cfr. C. MARTINETTI, *Le «garanzie» delle garanzie e le clause indennitarie*, in *Le acquisizioni*, cit., 225-241; and L. RENNA, *Compravendita*, cit., 286-295.

³² G. CONTE, *La vendita*, cit., p. 483. On the 'management contract' as belonging to these internationally-spread contracts, see AL. DI AMATO, *Contributo allo studio sul management contract*, Napoli, 2013, *passim*, and cfr. A. TINA, *Le pattuizioni sulla governance*, in *Le acquisizioni*, cit., 461-501. Cfr.: E. ZANELLI, *Rapporti tra proprietà e gestione nelle clause*

*Sale and Purchase Agreement (SPA)*³³ – allocating purchaser’s protection in a variety of ‘business’ warranties³⁴ – in addition to

dei contratti di acquisizione, in *Acquisizioni*, cit., 245-254; as well as F. BORTOLOTTI, *La legge applicabile e la giurisdizione*, in *Le acquisizioni*, cit., 675-692; L. ENRIQUES, *EC Company Law and the Fears of a European Delaware*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2004, 1259-1274; ID., M. GATTI, *The Uneasy Case for Top-down Corporate Law Harmonization in the European Union*, in *Univ. Pen. J. Int. Ec. L.*, 2006, 939-998; and L. ENRIQUES, *EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They?*, in *Univ. Pen. J. Int. Ec. L.*, 2006, 1-78.

³³ G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2010; ID., *Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato*, Torino, 2011, 11 f.; ID., *Dal tipo contrattuale al contratto alieno: i contratti di impresa*, in *I contratti per l’impresa*, I. *Produzione, circolazione, gestione, garanzia*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, 23-31, esp. 24 f.; G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, in *Diritto privato*, a cura di E. Gabrielli, Torino, 2020, 699-706, esp. 701 f.; as well as R. CAMPIONE, *Business warranties e applicabilità del termine prescrizione di cui all’art. 1495 cod. civ.: un caso di inefficienza del sistema?*, in *Dal ‘fitness check’ alla riforma del codice civile. Profili metodologici della ricodificazione*, a cura di P. Sirena, Napoli, 2019, 27-31; M. D’ONOFRIO, *I rimedi*, cit., 141 f.; S.M. CARBONE, *L’autonomia privata nei rapporti economici internazionali e i suoi limiti*, in ID., *Autonomia*, cit., 37-70; and M. IRRERA, *Introduzione. Le acquisizioni societarie: un fenomeno alieno alla ricerca di regole condivise*, in *Le acquisizioni*, cit., XVII-XXVI. Moreover, «... the creation of commercial standard form contracts ... created a novel set of legal relations suited to international trade. These contracts ... often fitted uneasily into the traditional doctrinal fabric of national contract law», H. COLLINS, *The Law of Contract*, Cambridge, 2003, 43.

³⁴ Cfr. M.M. PRATELLI, M. ROLI, *Tre sentenze di merito in tema di vendita di partecipazioni sociali*, in *Giur. comm.*, 2017, II.2, 400-429; L. RENNA, *Compravendita*, cit., 215-247; and App. Roma, 5 marzo 2011, in A. TINA, *La natura giuridica delle clausole di garanzia nel trasferimento di partecipazioni societaria*, in *Giur. comm.*, 2012, V.2, 1008-1032, 1017-1020 (note): i) «Nella vendita di azioni, quando l’alienante abbia specificamente garantito il valore economico della qualità delle azioni, trovano applicazione le norme sulla vendita e quindi anche la disciplina dell’art. 1495 c.c.»; ii) «[i]n riferimento alla garanzia relativa alla previsione di una chiusura in leggero utile del bilancio d’esercizio della società non è pertinente il richiamo alla normativa sulla vendita, non trattandosi di garanzia per i vizi (occulti) della cosa venduta, ma di una obbligazione autonoma che deve essere valutata sotto il profilo dell’adempimento e rispetto alla quale non opera alcuna decadenza o i termini ridotti di prescrizione di cui all’art. 1495 c.c.»; iii) «[l]a mancata realizzazione del leggero utile che il venditore aveva garantito al compratore delle azioni della società non integra gli estremi del dolo incidente, quando le circostanze del caso concreto (nella specie, la competenza degli acquirenti e l’assistenza di professionisti nella due diligence) siano tali da escludere l’esistenza di artifici e raggiri». On the ‘nature’ (and proper ‘qualification’) of business warranties, see M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 91-128, esp. 114-123: «Con riferimento a tali clausole, che si possono definire come prestazioni di garanzia o assicurative, non possono dunque essere

‘legal’ warranties³⁵ – mainly issued by the transferor³⁶.

*utilizzati i concetti di inadempimento dell’obbligazione, imputabilità e responsabilità, in quanto ne manca il termine di riferimento, ossia il comportamento del debitore ... La prestazione in esame – affatto diversa dalle obbligazioni personali di garanzia di un credito ... – non è dunque un’obbligazione in senso tecnico se intesa in termini (soggettivo-personalistici) di condotta debitoria, ma è un patto o clausola contrattuale che ricollega al solo mancato verificarsi dell’evento conforme all’interesse della parte garantita il sorgere dell’eventuale obbligazione (da intendersi, invece, in senso tecnico) di indennizzo»; as well as ID., *Le clausole*, cit., 193-224, esp. 195-204. Cfr. M. PINTO, *Le garanzie «patrimoniali» nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, in *Riv. soc.*, 2003, 411-468.*

³⁵ G. CONTE, *La vendita*, cit., 498 f.; C. D’ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell’acquirente*, Milano, 2003, 225-235; M. CALLEGARI, *Le clausole*, cit., 181-192; L. RENNA, *Compravendita*, cit., 190-215; M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 71-81, esp. 72 f.: «Con il termine *legal warranties* si intende indicare solo le clausole con cui il venditore garantisce al compratore situazioni relative alle quote che sono già oggetto di tutela legale (da cui la loro denominazione) ai sensi degli artt. 1478 ss. c.c. ... Una valutazione analoga rispetto alle *legal warranties*, relative alle caratteristiche delle partecipazioni, deve essere inoltre riservata ad alcune delle pattuizioni riferite alla società le cui quote sono oggetto di *compravendita*»; A. TINA, *Il contratto*, cit., 332-347.

³⁶ *Ex multis*, T. ASCARELLI, *In tema di vendita di pacchetto di azioni*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 63 ff.; C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 101-297, esp. 101-117, and 115, fn. 43; F. BONELLI, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento: le garanzie del venditore*, in *Dir. comm. int.*, 2007, 293-324; *Acquisizioni*, cit., *passim*; G. Buset, *Vendita di partecipazioni sociali di «controllo» e garanzie patrimoniali: rassegna critica*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, 355-374, esp. 370 f.; G.E. COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1443-1485; O. CAGNASSO, M. IRRERA, *Il trasferimento della partecipazione di controllo nelle società di capitali*, Torino, 1994; C. CONFORTINI, *Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni*, Milano, 2020, esp. 315-380 on ‘R&W Insurance’, as well as P. TRIMARCHI, *Le garanzie contrattuali nell’acquisto di partecipazioni sociali*, in *Studi in onore di G. De Nova. Prospettive e limiti dell’autonomia privata*, IV, 3033 ff., and in *Giur. comm.*, 2016, I.1, 5-14, and – concerning the ‘Indemnity & Warranty Insurance’ (I&W Insurance) – see S. EREDE, *La ‘Indemnity and Warranty Insurance’ nel mercato dell’M&A italiano*, in *Trasferimenti*, cit., 15-28, p. 15: «Negli ultimi anni, il sistema di allocazione dei rischi derivanti dalla *compravendita di partecipazioni sociali*, tradizionalmente rappresentato dalle ‘dichiarazioni e garanzie’ e dai correlativi obblighi di indennizzo del venditore, si è arricchito di un nuovo strumento contrattuale: la possibilità di stipulare una polizza assicurativa a copertura del rischio connesso alla difformità o violazione delle representations and warranties»; G. CONTE, *La vendita*, cit., 471-509, esp. 499-505; *Trasferimenti*, cit.; C. D’ALESSANDRO, *Compravendita*, cit., esp. 63 ff.; M. D’ONOFRIO, *I rimedi*, cit., 156-158 and 163 f.; E. PANZARINI, *Cessione di pacchetti azionari: il contenuto delle clausole di garanzia*,

Notwithstanding their rather analytical character, agreements are often incomplete³⁷, thence requiring hermeneutical efforts for filling their gaps. Contracts presented as ‘self-regulatory’³⁸ entail transnational

in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da F. Galgano, I, Torino, 1995, 247 ff.; G. GIRELLO, *La cessione di partecipazioni di riferimento*, in *Contratti*, 2003, 635-644; P. MONTALENTI, *Le acquisizioni societarie tra astrattezza del titolo e patrimonio di riferimento*, in *Le acquisizioni*, cit., 3-15; M. RUBINO DE RITIS, *Trasferimento di pacchetti azionari di controllo: clausole contrattuali e limiti all'autonomia privata*, in *Giur. comm.*, 1997, VI.1, 879 ff.; V. SANGIOVANNI, *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore*, in *Notariato*, 2012, 203-213; ID., *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, in *Contratti*, 2011, 1161-1172; ID., *Due diligence, trattative e fattispecie di responsabilità civile*, in *Danno resp.*, 2011, 801-812; M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., *passim*; ID., *Compravendita*, cit., 468-481; ID., *Una criticabile sentenza*, cit., 512-517; M. SPIOTTA, *Cessione di quote sociali: un mutamento di orizzonti?*, in *Giur. comm.*, 2005, II.2, pp. 136-149; A. TINA, *La cessione di partecipazioni: un revirement?*, in *Giur. comm.*, 2005, II.2, 149-170; ID., *Il contratto*, cit., esp. 361 ff.; ID., *Compravendita di partecipazioni societarie nella recente giurisprudenza di legittimità*, in *Giur. comm.*, 2020, IV.1, 735-755; A. LUMINOSO, *La compravendita*, cit., 64 f.; as well as English literature: S. SLORACH, P. RYLANCE, *Corporate Finance, Mergers & Acquisitions*, Oxford, 2005; D.A. BROADWIN, *Negotiating and Documenting Business Acquisitions*, Philadelphia, 1997; W.J. CARNEY, *Mergers and Acquisitions*, New York, 2000; S.M. LORNE, J.M. BRYAN, *Acquisitions and Mergers: Negotiated and Contested Transactions*, 11, Eagan, Minn., 2004; D.A. OESTERLE, *The Law of Mergers and Acquisitions*, St. Paul, Minn., 1999; C.A. SCHARF, E.E. SHEA, G.C. BECK, *Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts & Takeovers. A Handbook with Forms*, Upper Saddle River, New Jersey, 1991; R. THOMPSON, *Sinclair on Warranties and Indemnities on Share and Asset Sales*, London, 2014.

³⁷ See M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 149-164, esp. 149 f.: «Quando la disciplina non sia ricavabile dalle restanti disposizioni del contratto, si pone il problema di verificare quali norme si applichino in caso di clausole di garanzia incomplete, sia con riferimento agli effetti dell[e] clausole, sia con riferimento a specifici eventi non considerati dalle parti ... [V]i è sempre qualcosa che sfugge alla regolamentazione convenzionale ... [N]ella preparazione dei contratti risulta sempre opportuno avere presenti quale siano le norme dispositive applicabili in mancanza di una previsione pattizia specifica». Cfr. P. CORRIAS, *La «responsabilità» dell'alienante per la consistenza del patrimonio nelle vendite di partecipazioni azionarie di controllo*, in *Resp. civ. prev.*, 2006, 797-804, esp. 803 f., on the relevance of the indemnity principle for the case of incomplete contractual provisions; M. STELLA, *Le business warranties nell'intreccio tra garanzie edilizie, prescrizione e decadenza*, in *Corr. giur.*, 2015, 331, fn. 16.

³⁸ R. SACCO, *Il diritto non scritto*, in *Le fonti non scritte e l'interpretazione*, in *Tratt. dir. civ.*, diretto da R. Sacco, Torino, 2003, 17; S.A. SMITH, *Atiyah's Introduction to the Law of Contract*, Oxford, 2005, 155: «[E]ven the most carefully drafted contracts contain gaps. It is not

costs³⁹ in order to set a sufficiently complete discipline: besides, company itself is deemed as a vehicle aimed at the reduction of this kind of costs⁴⁰. However, principles of *caveat emptor* and self-responsibility involve, at the same time, not to reward a negligent contractual party⁴¹ and to avoid specious repentances of the counterpart⁴².

A legal doctrine is acknowledged adverting ‘implied terms’ – favouring a contractual ‘minimalism’⁴³ – since English Courts would not restate⁴⁴ an agreement in lieu of the parties, who would mostly benefit

possible to deal with all possible contingencies in a contract, and even if it were, it would be too costly to do so. In practice, therefore, no contract is complete, and many cover only the bare essentials. ... [I]n many cases, the courts will fill the gap by implying a term into the contracts.

³⁹ O.E. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, New York-London, 1985, *passim*, esp. 15 ff., 43 ff., 68 ff., 273 ff., 298 ff., 385 ff.; ID., *I costi transattivi e la disciplina del contratto*, in *Analisi economica del diritto privato*, a cura di G. Alpa, P. Chiassoni, A. Pericu, F. Pulitini, S. Rodotà e F. Romani, Milano, 1998, 152 ff.

⁴⁰ B.R. CHEFFINS, *Company Law*, cit., 3-46, esp. 31 ff.; R.A. POSNER, *Economic Analysis*, cit., p. 533 ff.; O.E. WILLIAMSON, *The Economic Institutions*, cit., p. 273: «*While I agree that there have been a number of contributing factors, I submit that the modern corporation is mainly to be understood as the product of a series of organizational innovations that have had the purpose and effect of economizing on transaction costs.*»

⁴¹ M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 17 ff.: «*Anche se non è ancora stato del tutto risolto il tema degli strumenti di tutela a favore di un acquirente ‘sprovvuduto’ o ‘ingenuo’, secondo l’impostazione assolutamente dominante queste tesi sono da respingere: dovendosi invece attribuire rilevanza fondamentale alle c.d. clausole di garanzia, ossia alle clausole relative al patrimonio della società che l’acquirente inserisce nel contratto al fine di proteggersi a fronte di un acquisto non corrispondente alle aspettative.*»

⁴² Firm’s acquisition involving speculative elements and, therefore, risk’s assumption: C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 113, fn. 36.

⁴³ J. MORGAN, *Contract Law Minimalism. A Formalist Restatement of Commercial Contract Law*, Cambridge, 2013, 237 ff., esp. 238: «*Given th[e] requirement of necessity, the impermissibility of ‘improvement’, the injunction against supplying terms which the parties could have but did not, and the presumption that detailed contracts are exhaustive, it will be a rare occasion on which filling a ‘gap’ in a commercial contract is appropriate.*»

⁴⁴ Critical of the position expressed by Lord Hoffmann – *Attorney-General of Belize v. Belize Telecom* [2009] 1 WLR 1988, [17] – and favouring the inclusion of the «*implication*» within the «*interpretations*» is P.S. DAVIES, *Recent developments in the law of implied terms*, in *Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly*, 2010, 143 ff.

from the expression of their wills, instead of the exclusion of implied (or even equivocal) provisions⁴⁵.

Notwithstanding the rigours of contractual sanctity and *caveat emptor*, contractual parties are actually bound by implied terms⁴⁶, even in case of

⁴⁵ J. MORGAN, *Contract Law*, cit., 241 f.: «[T]ransaction costs will be raised by implying terms that need to be expressly excluded rather than leaving a tabula rasa on which to write such terms as the parties deem appropriate. ... An austere regime of non-intervention, resisting the constant temptation to make contracts 'fair', 'efficient' or 'complete', would relieve courts of a near-impossible regulatory task – and relieve the parties of the expensive necessity of clearing away the thicket of common law doctrines prior to setting out their own terms». It seems worthwhile mentioning art. 1340 (*Clausole d'uso*), It. Civ. Code, whereas it is provided for clauses deemed to be content of contract, unless expressly excluded by the parties. In this case, parties would be required to expressly waive those clauses currently inserted in contracts, according to the usual practice of a place or field of business (C.M. BIANCA, *Diritto civile*, III. *Il contratto*², Milano, 2000, 339; V. ROPPO, *Il contratto*², in *Tratt. dir. priv.*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2011, 461 f.), as the domain of new *lex mercatoria* – to which SPAs belong – may be deemed. This legal presumption follows empirical data and the principle lying in that an agreement is binding according to the meaning it has in its socio-economic environment (C.M. BIANCA, *Diritto civile*, cit., 339): reference, therefore, is made to so-called contractual – not individual – usages, to be assessed – art. 1362.² (*Intenzione dei contraenti*), It. Civ. Code – according to the overall behaviour of the parties. Cfr.: ID., *Diritto civile*, cit., 339 ff., esp. 338, fn. 56; A. CATAUDELLA, *Sul contenuto del contratto*, Milano, 1966, 150 ff.; R. LUZZATTO, *Clausole arbitrali, usi del commercio, norme imperative e arbitri internazionali*, in *Acquisizioni*, cit., 429-442, esp. 440 f.; G. PATTI, S. PATTI, *Responsabilità precontrattuale e contratti standard*, in *Cod. civ. Comm.*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1993, 277 f.; R. SACCO, G. DE NOVA, *Obbligazioni e contratti*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, 10, Torino, 2013, 567 f.; A. PAVONE LA ROSA, voce *Consuetudine (usi normativi e negoziali)*, in *Enc. dir.*, IX, Milano, 1961, 513 ff. *Contra*, see the preferable argument in: M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 269 f.: «[S]econdo una tesi nei casi di trasferimento di partecipazioni di controllo può ormai parlarsi di clausole implicite sulle sopravvenienze; per quest'interpretazione si sarebbe venuto a creare un vero e proprio uso contrattuale, ai sensi dell'art. 1340 c.c. ... Tale tesi non risulta peraltro convincente: la clausola sulle sopravvenienze modifica infatti profondamente l'equilibrio del contratto e non può considerarsi un uso negoziale».

⁴⁶ R. AUSTEN-BAKER, *Implied Terms in English Contract Law*, Cheltenham, 2011, *passim*; H. COLLINS, *The Law*, cit., 205 f., 238-246, 275 f., 333 f.; G. CRISCUOLI, *Il contratto nel diritto inglese*, Padova, 2001, 108 ff., esp. 116-130; M. MANTELLO, *Interpretazione funzionale e rischio contrattuale*, Napoli, 2003, 11-85; SIR B.S. MARKESINIS, H. UNBERATH, A. JOHNSTON, *The German Law of Contract. A Comparative Treatise*, Oxford-Portland, Oreg., 2006, 138-143; S.A. SMITH, *Atiyah's*, cit., 155-166.

‘entire agreement clauses’⁴⁷, which limits interpretation⁴⁸, so that ‘express’ terms provided for previously or contained *aliunde* are not relevant.

Therefore, given these features of the legal system of England and Wales, the extensive use of dedicated *Representations and Warranties* (R&W)⁴⁹ in a SPA is understandable and favoured.

Moreover, shares⁵⁰ do not fit easily within⁵¹ the term ‘goods’⁵², which

⁴⁷ *Inntrepreneur Pub Co v East Crown* [2000] 2 Lloyd’s Rep. 611 and *Inntrepreneur Pub Co (CPC) v Sweeney* [2002] 2 E.G.L.R. 132, «[S]uch a clause constitutes a binding agreement between the parties that the full contractual terms are to be found in the document containing the clause and not elsewhere», as in a «collateral contract». Or ‘merger clause’: G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, cit., 702 f.; M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 39, fn. 78: «Nondimeno, la pattuizione di entire agreement o merger clause non esclude ogni profilo di dubbio: spesso ... i soggetti che partecipano al contratto definitivo risultano diversi da quelli che si sono previamente impegnati (nella lettera di intenti; nel contratto preliminare; ecc.), e quindi rimane la necessità di indagare la reale volontà delle parti». According to § 2.17 of *Principles Unidroit for International Commercial Contracts*, «the writing completely embodies the terms on which the parties have agreed», that «cannot be contradicted or supplemented by evidence of prior statements or agreements». In general, cfr. SIR K. LEWISON, *The Interpretation of Contracts*, London, 2011, 138 ff.

⁴⁸ Also available for the purpose of excluding an «*implication by custom or usage*»: see *Exxonmobile Sales and Supply Corp v Texaco Ltd* [2004] 1 All E.R. (Comm) 435.

⁴⁹ Cfr. L. RENNA, *Compravendita*, cit., 179-247.

⁵⁰ References in G. CONTE, *La vendita*, cit., 472 f., fnn. 4 f.; cfr. A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Le acquisizioni*, cit., 615-643, esp. 617-621.

⁵¹ Definition of s. 61 of the *Sale of Goods Act 1979*, while including «*all personal chattels other than things in action and money*», excludes «*non-physical items, such as company shares, which are technically ‘things in action’ or incorporeal moveables*» (J.N. ADAMS, H. MACQUEEN, *The Sale of Goods*, Harlow, 2010, 74); E. MCKENDRICK, *Goode on Commercial Law*, London, 2010, 213; and L.S. SEALY, R.J.A. HOOLEY, *Commercial Law. Text, Cases, and Materials*, Oxford, 2009, 268 f. Renowned is the following definition by Sir William Blackstone, in His *Commentaries on the Laws of England*: «*Property in chattels personal may be either in possession ... or else it is in action; where a man hath only a bare right, without any occupation or enjoyment*». C. BAMFORD, *Principles of International Financial Law*, Oxford, 2015, 120 ff., distinguishes between «*Choses in Action*» – outlining their nature and regime – and «*Choses in Possession*».

⁵² Cfr. J.N. ADAMS, H. MACQUEEN, *The Sale*, cit., 143 ff.; C. ANGELICI, *La società*, cit., 33 ff., esp. 33 and 36, fn. 40; C.M. BIANCA, *La vendita e la permuta*, in *Tratt. dir. civ.*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1993, 215 ff., esp. 218, fn. 12; E. MCKENDRICK, *Goode*,

mostly lead to identify the applicable discipline⁵³ in the domain of Company Law. Interpretation of company legislation⁵⁴ reflects a change of attitude of English Courts, which mitigates a traditional rigour, thence adopting a ‘purposive construction’, by referring to the underlying policies and proposed effects⁵⁵ of statutes.

2. *Several Issues related to Sales of Corporate Control*

Acquiring information⁵⁶ on the target involves a tension between a duty to disclosure⁵⁷ and their retention as property rights⁵⁸: costs are required and potential damages may subsist in case of misbehaviour of a

cit., 325 ff.; L.S. SEALY, R.J.A. HOOLEY, *Commercial Law*, cit., 405 ff. As far as implication – by statute – is concerned, s. 1, *Law of Property (Miscellaneous Provisions) Act 1994*, provides for ‘Implied Covenants for Title’ – i.e., in case the right to dispose is expressed to be made with full title guarantee or with limited title guarantee – where thing[s] in action are referred to the notion of property: R. THOMPSON, *Sinclair*, cit., 47 ff.

⁵³ Cfr. S.A. SMITH, *Atiyah’s*, cit., 66.

⁵⁴ B.R. CHEFFINS, *Company Law*, cit., 353 ff.

⁵⁵ F.A.R. BENNION, *Statutory Interpretation: Codified, with a Critical Commentary*, London, 1984, 657 ff.; cfr. L. RENNA, *Compravendita*, cit., 172-177. Furthermore, cfr. L. ENRIQUES, *Il nuovo diritto societario nelle mani dei giudici: una ricognizione empirica*, in *Stato e mercato*, 2001, 79-105, now in *Le regole*, cit., 27-57, as well as ID., *Diritto societario statunitense e diritto societario italiano: in weiter Ferne, so nah*, in *Giur. comm.*, 2007, III.1, pp. 274-286, now in *Le regole*, cit., 125-143, esp. 127-136.

⁵⁶ Cfr. H. BEALE, *Mistake and Non-Disclosure of Facts. Models for English Contract Law*, Oxford, 2012, *passim*; *Mistake, Fraud and Duties to Inform in European Contract Law*, ed. by R. Sefton-Green, Cambridge, 2005, pp. 1-86; S.A. SMITH, *Atiyah’s*, cit., 241-253. Particularly, see G. ACERBI, *Gli amministratori di società per azioni di fronte al trasferimento del controllo: problemi e proposte di soluzione*, in *Riv. soc.*, 1997, 281 ff.

⁵⁷ A. MUSY, *La fase precontrattuale*, in *Le acquisizioni*, cit., 20-22.

⁵⁸ A.T. KRONMAN, *Errore e informazione nell’analisi economica del diritto contrattuale*, in *Analisi economica*, a cura di G. Alpa, P. Chiassoni, A. Pericu, F. Pulitini, S. Rodotà e F. Romani, cit., 172 ff.

purchaser withdrawing⁵⁹ from SPA's negotiations⁶⁰.

Management of these information may reveal a difference⁶¹ between «*disclosure of information about the circumstances surrounding the transaction*», as opposed to disclosure of information «*about the terms of the proposed transaction*». Although economic scenarios are various, market efficiency⁶², in a basic model, also depends on normative incentives to a profitable information seeking, in order to favour an optimal goods' allocation⁶³.

As regards information's costs⁶⁴, R&W – after buyer's conduction of a due diligence – are the outcome of a distinction⁶⁵ between costs required by acquisition of new information and verification of those already available. Whether a negligent (or incomplete) due diligence would limit seller's liability is arguable⁶⁶, whereas, in case of irregular

⁵⁹ Cfr. G. ROSSI, *Le condizioni del closing*, in *Acquisizioni*, cit., 180 f.; on 'non-compete agreements', see: L. RENNA, *Compravendita*, cit., 304-312.

⁶⁰ On 'confidentiality agreements': G. ACERBI, *Gli amministratori*, cit., 281 ff.; G. CONTE, *La vendita*, cit., 481, fnn. 32 f.; U. DRAETTA, *Documenti pre-contrattuali nei negoziati relativi a mergers e acquisitions*, in *Acquisizioni*, cit., 101-106 and – clauses providing protection against 'insider trading' during negotiations – 106-109; A. MUSY, *La fase*, cit., 24-32; L. RENNA, *Compravendita*, cit., 6-34; A. TINA, *Il contratto*, cit., 97-109.

⁶¹ H. COLLINS, *The Law*, cit., 198.

⁶² H. COLLINS, *The Law*, cit., 198 f.

⁶³ H. COLLINS, *The Law*, cit., 199 f. and 203 ff. See B.R. CHEFFINS, *Company Law*, cit., 264-307.

⁶⁴ R.J. GILSON, B.S. BLACK., *The Law*, cit., 1576 ff.

⁶⁵ R.J. GILSON, B.S. BLACK., *The Law*, cit., 1578.

⁶⁶ See M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 350-356: «*Secondo parte della dottrina, con un'impostazione accolta anche in una sentenza americana, una diversa valutazione rispetto all'omessa due diligence deve essere riservata ai casi di due diligence negligenemente incompleta, qualora venga successivamente accertata una difformità del patrimonio rispetto a quanto garantito ... Questa interpretazione è decisamente respinta da un altro orientamento, secondo il quale l'esame del compratore, per quanto non completo, non può determinare alcuna conseguenza né dal punto di vista degli obblighi di informazione dell'alienante ...; né dal punto di vista dei diritti che il contratto attribuisce al compratore ... Vi sono dunque due orientamenti contrapposti in merito all'efficacia di una due diligence incompleta; sembra peraltro più convincente la tesi secondo cui l'esperienza di quest'ultima non limita, di per sé, i doveri di informazione del venditore, né determina un concorso di colpa dell'acquirente tale da ridurre l'indennizzo (ex art. 1227 c.c.)*».

financial statements⁶⁷, the remedy of *actio dolī*⁶⁸ ex artt. 1439 and 1440, It. Civ. Code, could respectively protect and benefit the deceived purchaser. The safeguard of the latter party may also lie in pre-contractual liability (art. 1337, It. Civ. Code⁶⁹), acting as an autonomous remedy⁷⁰ (and beyond art. 1338, It. Civ. Code⁷¹): i.e., extended to concluded agreements. Such an option would, at the same time, preserve the contract and lead to purchaser's indemnification. Apart from the case of any confidentiality agreements, given that purchasers aim at obtaining information on the target, whereas the seller fears a subsequent misuse of them, unjustified termination of negotiations⁷² may entail liability and damages⁷³.

If firm's integrity is to be preserved on a going-concern basis⁷⁴, a question arises whether – especially, in closely held companies – a

⁶⁷ G. CONTE, *La vendita*, cit., 497 f.; cfr. C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 116 f., fn. 50. Preference for the location «*profili di irregolarità del bilancio*», instead of «*vizi del bilancio*» in: G. GUIZZI, *Riflessioni intorno ai rimedi esperibili avverso il bilancio non correttamente redatto*, in *Le società nel processo. Spiegazioni di diritto societario e processuale attraverso la giurisprudenza*, a cura di C. Consolo, G. Guizzi e I. Pagni, Torino, 2012, 215, fn. 10; and P. MAMMOLA, *Bilancio non redatto e revoca degli amministratori di società per azioni in house*, in *Riv. dir. impr.*, 2020, 207 f., fn. 4.: see *infra*, fn. 110.

⁶⁸ C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 114, fn. 39; V. SALAFIA, *Circolazione*, cit., 1179.

⁶⁹ V. ROPPO, *Il contratto*, cit., 740; cfr. C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 114; H. COLLINS, *The Law*, cit., 177 f.; SIR B.S. MARKESINIS, H. UNBERATH, A. JOHNSTON, *The German Law*, cit., 91-108; A. TINA, *Il contratto*, cit., 69-79.

⁷⁰ M. MANTOVANI, *Vizi incompleti del contratto e rimedio risarcitorio*, Torino, 1995, *passim*; and G. CONTE, *La vendita*, cit., 482, fn. 35.

⁷¹ V. ROPPO, *Il contratto*, cit., 167-180; D. VALENTINO, *Obblighi di informazione, contenuto e forma negoziale*, Napoli, 1999, 58, fn. 102.

⁷² A. MUSY, *La fase*, cit., 42-47; and cfr. L. RENNA, *Compravendita*, cit., 52-64.

⁷³ A. TINA, *Il contratto*, cit., 69 f., fn. 65.

⁷⁴ In the context provided for by art. 2409 (*Denunzia al tribunale*), It. Civ. Code, see N. ROCCO DI TORREPADULA, *Le «gravi irregolarità» nell'amministrazione delle società per azioni*, Milano, 2005, 34 ff. On the sale of shareholdings in the context of bankruptcy, see: O. CAGNASSO, C. SARACINO, *Il contratto di trasferimento di pacchetti di controllo e le procedure concorsuali*, in *Nuovo. dir. soc.*, 2010, 56-67, now in *Le acquisizioni*, cit., 871-882; A. LANCIANI, *Il prezzo*, cit., 333 f. Comparative remarks on the transfer of control subsequent to reorganisation of distressed companies in G. GUIZZI, *Riorganizzazione della società in crisi, trasferimento del controllo e disciplina del mercato societario*, in *Riv. dir. comm.*,

judgement of the transferee's suitability⁷⁵ exists on the managers⁷⁶ or the controlling-transferring shareholder.

It would be a prognostic judgment concerning purchaser's intentions and his possible looter's nature⁷⁷. In fact⁷⁸, «*a contract to take shares in a*

2012, 263 ff.: «*[S]i tratta di approfondire il tema dei limiti in cui, per favorire il superamento della crisi, sia possibile derogare alle regole che vogliono che il cambiamento del controllo si realizzi in forme che garantiscano la parità di trattamento tra tutti i soci, e poi segnatamente in maniera tale da consentire loro, di fronte ad un fatto che è comunque potenzialmente in grado di incidere sulle prospettive dell'investimento, di poterne realizzare il valore: in una parola se sia possibile prescindere in questi casi dall'imporre, a chi per effetto di tali operazioni acquisisce il controllo, l'obbligo di promuovere l'offerta pubblica di acquisto totalitaria delle azioni residue, che è appunto lo strumento con cui l'ordinamento soddisfa gli indicati interessi*»; change of control in corporate crisis also in M. RANIELI, *Proposte di concordato preventivo concorrenti, trasferimento del controllo ed esenzione dall'obbligo di opa per salvataggio 'ostile'*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 59-89; and A. POMELLI, *Trasferimento*, cit., 302 f. Furthermore, cfr. L. ENRIQUES, *Mercato*, cit., 193 f., esp. 193; *contra*, see G. GUIZZI, *Riorganizzazione*, cit., 263 ff., esp. fn. 15.

⁷⁵ M. STELLA RICHTER JR., *Trasferimento del controllo e rapporti tra soci*, Milano, 1996, 53 f., 247, 274 ff., 323 ff; cfr. C. ANGELICI, *La società*, cit., 544, fn. 75, and A. GANDINI, *Le procedure di selezione del contraente: l'asta competitiva, organizzazione e realizzazione*, in *Le acquisizioni*, cit., 51-60.

⁷⁶ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Milano, 2014, p. 68 ff., acknowledges – consistently with a governance of public companies inspired by the principles of 'trasparenza', 'ponderazione', and 'imparzialità' – that information's quality is not only addressed to current and potential shareholders, but «*ora anche e soprattutto in una prospettiva ex ante e poi principalmente in chiave endosocietaria*».

⁷⁷ C. ANGELICI, *La società*, cit., 544 f., fn. 75; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, II, cit., 209, fn. 18; R.C. CLARK, *Corporate Law*, cit., 478 ff.; F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure*, cit., 129-131; cfr. C. BRADLEY, *Corporate Control*, cit., 170-186., esp. 186, recognising that «*[c]urrent regulation of take-overs in the United Kingdom concentrates on protection of shareholders in target companies, and on restriction of the adverse effects of take-overs on competition*» and that «*[b]oth systems are costly, involving the institutional costs of running the system and the transaction costs imposed on participants in take-overs*»; among the «*criticisms of the current system ... the interests of predator company shareholders should be recognised and protected*».

⁷⁸ M.P. FURMSTON, *Cheshire, Fifoot and Furmston's Law of Contract*, London, 2001, 293 ff.

company has become closely akin to one which is *uberrimae fidei*,⁷⁹ given the existence of fiduciary duties⁸⁰ between the parties of a closed entity⁸¹.

Recourse to those duties of controlling – *vis-à-vis* minority – members⁸² is, especially in ‘quasi-partnerships’⁸³, also founded on good faith (artt. 1175, 1366, and 1375, It. Civ. Code⁸⁴). Given the potential

⁷⁹ Doubts are expressed in *Chitty on Contracts. General Principles*, I, a cura di H. Beale, London, 1999, n. 6-145. On ‘contracts *uberrimae fidei*’, «*as always requiring good faith during negotiations*», *ex multis*: H. COLLINS, *The Law*, cit., 209 f. Cfr. A. MAZZONI, *Patti*, cit., 216: «[N]elle società chiuse sono solitamente assai forti e personalizzate le ragioni dello stare insieme».

⁸⁰ On drag-along clauses and fiduciary duties, see A. MAZZONI, *Patti*, cit., 241-245, esp. 243: «[S]ono ... persuaso della correttezza in via generale ... della riconducibilità della generalità delle clausole di trascinarsi a un rapporto di diritto-obbligo da attuarsi secondo lo schema del mandato».

⁸¹ Cfr. M. AVAGLIANO, *Le clausole che limitano o escludono la circolazione di azioni e di partecipazioni: tra norme statutarie e patti parasociali*, in *Le acquisizioni*, cit., 355-428.

⁸² For a ‘*Treuhaftigkeit*’ of controlling shareholders: C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 107 f., fn. 20; ID., *La società*, cit., 341, fn. 122, and 111-126, esp. fnn. 71 and 82; P. MAMMOLA, *Bilancio*, cit., 210, fn. 12. Cfr. R.J. GILSON, J.N. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in *Univ. Pen. L. Rev.*, 2003, 785-843, as well as V. CARIELLO, *A favore di un riequilibrio tra tutela (diritti) dei soci non di controllo e tutela (diritti) dei soci di controllo (nelle sole società controllate c.d. di diritto)*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 249 ff., on «*Shareholder Protection*» – in light of «*Efficient Controlling Shareholder Systems*» – in «*Concentrated-Ownership Firms*», including *de lege ferenda* perspectives.

⁸³ C. ANGELICI, *La società*, cit., p. 119 f., fn. 82; F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure*, Cambridge, Mass.-London, 1991, 228-252, esp. 249; J.A. MCCAHERY, E.P.M. VERMEULEN, *Corporate Governance of Non-listed Companies*, Oxford, 2008, *passim*; R.A. POSNER, *Economic Analysis*, cit., 584-586; cfr. E. FREGONARA, *Le acquisizioni di quote di società di persone*, in *Le acquisizioni*, cit., 337-351 and L. RENNA, *Compravendita*, cit., 371-377.

⁸⁴ A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell’ordinamento delle società per azioni: abuso di potere nel procedimento assembleare*, Milano, 1987, *passim*; cfr. F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure*, cit., 243-248. On ‘good faith’: G. ALPA, *Il contratto in generale. Principi e problemi*, Milano, 2014, 114-117 and 465-470; A. D’ANGELO, *La buona fede*, in *Il contratto in generale*, t. IV**, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da M. Bessone, XIII, Torino, 2004, *passim*; ID., P.G. MONATERI, A. SOMMA, *Buona fede e giustizia contrattuale. Modelli cooperativi e modelli conflittuali a confronto*, Torino, 2005, *passim*; G.B. FERRI, *Il negozio giuridico tra libertà e norma*, Rimini, 1992, p. 220 ff., now in *Il negozio giuridico*², Padova, 2004, 225 ff., as well as F. GAZZONI, *Equità e autonomia privata*, Milano, 1970, 277-294; M. MANTELLO, *Interpretazione*, cit., 333-380; S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*,

conflictuality of this agency problem⁸⁵, a balance⁸⁶ has to be made between these interests: on the one hand, disinvestment through sale of shares and, on the other, avoiding an abusive behaviour of the purchaser⁸⁷. In fact, in case protection of co-members is at stake⁸⁸, corporate decisions may be limited by fairness.

The existence of such duties is also aimed at avoiding the exploitation of minority members⁸⁹, being based on a

Milano, 1970, 112-204; V. ROPPO, *Il contratto*, cit., 450 f. About ‘*Treu und Glauben*’: SIR B.S. MARKESINIS, H. UNBERATH, A. JOHNSTON, *The German Law*, cit., 119-133.

⁸⁵ Cfr. F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHEL, *The Economic Structure*, cit., 232-236; in general, see: C. ANGELICI, *La società*, cit., 387-400; D. KERSHAW, *Company Law in Context. Text and Materials*, Oxford, 2012, 171-233, esp. 646-705; R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, M. PARGENDLER, W.-G. RINGE, E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*³, Oxford, 2017, *passim*; L. RENNA, *Responsabilità degli amministratori di società di capitali*, Bologna, 2021, 31 f.; and A. POMELLI, *Trasferimento*, cit., 106-109.

⁸⁶ D. PREITE, *L’abuso della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992, 172 ff.

⁸⁷ Particularly, in the «‘*closely held*’ or ‘*close*’ companies», where «[shareholders] reject the idea of centralized management ..., and, further, they are likely to regard the identity of any new shareholder as a matter for concern for all the shareholders and not just the potential transferor ...», P.L. DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford, 2002, 282 f. See M. STELLA RICHTER JR., ‘*Trasferimento del controllo*’, cit., 252 ff., 274 ff., and 324 ff.

⁸⁸ See F. DI SABATO, *Il principio di correttezza nei rapporti societari*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, Torino, 2007, 133 ff; and A. GAMBINO in P.G. JAEGER, C. ANGELICI, A. GAMBINO, R. COSTI, F. CORSI, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. comm.*, 1996, III.2, 346 and 346 f.

⁸⁹ *Ex multis*, cfr.: T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, 169 ff., now in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 100 ff.; V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell’azionista*, Napoli, 1960, *passim*, esp. 170-222, on the ‘*status socii*’ (*rectius*, «*diritto alla qualità di socio*»); A. CERRAI, A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 1-90, esp. 45-50, now in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. Abbadesse e A. Rojo, Milano, 1993; P.G. JAEGER, A. GAMBINO in P.G. JAEGER, C. ANGELICI, A. GAMBINO, R. COSTI, F. CORSI, *Cassazione*, cit., 334 and 344; D. REGOLI, *Tutela delle minoranze e circolazione del controllo*, in *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di A. Mazzoni*, a cura di F. Barachini, Torino, 2018, 177 ff.; R. RORDORF, *Eccesso di potere nelle deliberazioni*

constitutional⁹⁰ principle valuable in Company Law as well⁹¹,

sociali, in *Società*, 1986, p. 1090 s.; ID., *Minoranza di blocco ed abuso di potere nelle deliberazioni assembleari di S.p.A.*, in *Corr. giur.*, 2007, 1454; and A.J. BOYLE, *Minority shareholders' remedies*, Cambridge, 2002, *passim*. In the domain of companies' transformation, see P. MAMMOLA, *Conformità, interessi, e pubblicità nella deliberazione assembleare di trasformazione omogenea progressiva di società a responsabilità limitata con quorum agevolato*, in *Riv. dir. impr.*, 2016, II, 337 ff. Comparable instances emerging from the *Holz Müller-Entscheidung* (M. VENTORUZZO, P.-H. CONAC, G. GOTO, S. MOCK, M. NOTARI, A. REISBERG, *Comparative Corporate Law*, cit., 287-294, and esp. 483), where «[i]t is the question raised by that case whether directors, spinning off assets to a different controlled corporation, infringed the shareholders' franchise because, after the spin-off, directors would be able to manage the assets that had been transferred without shareholders' supervision». On *Transaktionen* affecting *Mitgliedersrechte* involving *Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten*, '*Holz Müller-Lehre*', and the *Mediatisierungseffekt*, see: *Holz Müller-Entscheidung*, BGH, 25-2-1982, in *AG*, 1982, 158 ff.; *Gelatine-Entscheidungen*, BGH, 26-4-2004, in *Konzern*, 2004, 421 ff.; and *Macroton-Entscheidung*, BGH, 25-11-2002; as well as P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975, 40 ff.; ID., *L'assemblea: competenza*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, III*, Torino, 1994, 60 ff.; P. ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.: dal codice alla riforma*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. 'Liber amicorum' Antonio Piras*, Torino, 2010, 3-15; P. ABBADESSA, A. MIRONI, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269 ff.; L.A. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, in *Harvard L. Rev.*, 2005, 833-914; V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenza dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, 108 ff.; ID., *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, V.1, 536 ff.; S.A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il «sovrano» ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, p. 133 ss.; P. MAMMOLA, *Bilancio*, cit., 215 f., fn. 22; M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 408 ff.; G.B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. 'Liber amicorum' Gian Franco Campobasso*, II, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, Torino, 2006, 3 ff., and in G.B. PORTALE, *Lezioni di diritto privato comparato*, Torino, 2007, 191-209; L.E. STRINE JR, *Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America*, in *Harvard L. Rev.*, 2006, 1759-1783.

⁹⁰ Cfr. F. DI SABATO, *Società in generale, società di persone*, in *Tratt. dir. civ.* CNN, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2004, 73; and the sentence of the Italian Supreme Court of Cassation n. 11151 of 26 October 1995, *ex multis*, in *Giur. it.*, 1996, I, 1, 574 ff.

⁹¹ See F. DI SABATO, *Società*, cit., 71 ff.

through the application of the duty of solidarity⁹² from the contractual sphere to the mere so-called social contact⁹³.

The principle of fairness is deemed to be extended from generic private relationships to the domain of companies⁹⁴, so that good faith – governing contracts’ execution – may lead to the acknowledgment of a general prohibition on the abuse of voting rights⁹⁵: extension of such principles to the field of relationships existing within companies would favour a cooperation based on loyalty and reciprocity between directors and shareholders⁹⁶.

⁹² See F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*¹⁶, Napoli, 2013, 562 f.

⁹³ Positions of Italian scholarship «*sui rapporti tra illecito civile e obbligazione e, più in generale, sulle mobili e nobili frontiere delle responsabilità contrattuale e delittuale*» in M. FEOLA, *L’obbligazione come rapporto complesso*, in H. STOLL, R. FAVALE, M. FEOLA E A. PROCIDA MIRABELLI DI LAURO, *L’obbligazione come rapporto complesso*, Torino, 2016, 154 ff.; cfr. C. CASCIONE, *L’invadente conti(r)atto. Osservazioni minime su Cass. civ. 14188/2016*, in *Diritto romano e giurisprudenza odierna. Studi e miniature*, a cura di F. Tuccillo e M. Auciello, Napoli, 2020, 121-131; as well as G. VETTORI, *Effettività fra legge e diritto*, Milano, 2020, 189-194; and P. MAMMOLA, *Assegno non trasferibile e contatto sociale qualificato: prolegomeni*, in *Riv. giur. eur. Eur. L.J.*, 2021, pp. 145-176. German genesis and Italian evolution of the ‘*obbligazione senza prestazione*’ in: C. CASTRONOVO, *Eclissi del diritto civile*, Milano, 2015, 128-159, and ID., *Responsabilità civile*, Milano, 2018, 521-634. Particularly, on Trib. Milano 9 giugno 2005, in *Giur. it.*, 2005, 1645, and Cass. 10 agosto 2012, n. 14400, in *Foro it.*, 2012, I, 2632, about – contractual and social contact – nature of the liability in public takeover bids towards minority shareholders, in: C. CASTRONOVO, *Responsabilità*, cit., 543, fn. 67; L. ENRIQUES, *Mercato*, cit., 235-238; M. FEOLA, *La responsabilità civile al confine tra contratto e torto. Obbligazioni di sécurité, Schutzpflichten ed effetti di protezione del contratto rispetto a terzi*, in A. PROCIDA MIRABELLI DI LAURO E M. FEOLA, *La responsabilità civile. Contratto e torto*, Torino, 2014, 11 f.; G. GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell’obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 251-262; and A. PROCIDA MIRABELLI DI LAURO, *Obbligazione – Prestazione – Protezione*, in *L’obbligazione*, cit., p. 216.

⁹⁴ Cfr. F. DI SABATO, *Società*, cit., 74.

⁹⁵ Cfr. Cass. 5 November 1999, n. 12310, in *Gazz. giur.*, 1999, fasc. 46, 66; and Trib. Roma 20 July 1999, in *Rep. Foro it.*, 1999, *Società* [6270], n. 997.

⁹⁶ For example, with regard to requests of information in view of shareholding meetings: Trib. Milano 12 September 1995, in *Rep. Foro it.*, 1997, *Società* [6270], n. 559.

3. *Business and Implied Warranties*

Purchaser's mistake⁹⁷ on the economic convenience of the deal – i.e., a bad deal⁹⁸ – is traditionally not relevant nor material, according to artt. 1428 and 1429, It. Civ. Code; moreover, it would mainly pertain company's assets, instead of shares which are sale's direct object.

Albeit, in economic terms⁹⁹, selling a majority shareholding indirectly entails the transfer of the underlying firm¹⁰⁰, piercing the corporate veil¹⁰¹ is subject to limits, so that a mistake on the value of the company's assets is not deemed to be a mistake on the quality of what is actually traded: i.e., the shares and the *status socii* they confer.

⁹⁷ C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 114, fn. 39; Cass. 3 April 2003, n. 5139, in *Foro it.*, 2003, I, 3047; Cass. 19 July 2007, n. 16031, in *Giust. civ.*, 2008, 1979 ff., n. C. CAPOCASALE, *Sull'irrelevanza dell'errore sul valore dell'azione nella vendita di partecipazioni sociali*. Cfr.: A. DE MARTINI, *Azioni e obbligazioni*, in *Enc. della banca e della borsa*, IV, Roma-Milano, 1968, p. 135; R. NICOLÒ, *Vendita di azioni ed errore sul prezzo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1936, 165 ff.; V. ROPPO, *Il contratto*, cit., 740; R. SACCO, *Il consenso*, in *Obbligazioni e contratti*, a cura di R. Sacco e G. De Nova, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, 10, II, Torino, 2002, 207.

⁹⁸ See G. ALPA, *Il contratto*, cit., 154; V. ROPPO, *Il contratto*, cit., 738-740, esp. 740; and cfr. A. CATAUDELLA, *Sul contenuto*, cit., 241, fn. 30, and 291, fn. 132.

⁹⁹ According to L. ZINGALES, *Corporate Governance*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London, 1997, «a corporation is just an empty legal shell. What makes a corporation valuable are the claims the legal shell has on an underlying economic entity, which I shall refer to as the firm».

¹⁰⁰ A. TINA, *Il contratto*, cit., 163-169.

¹⁰¹ See P.L. DAVIES, S.E. WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*⁹, London, 2012, 214-223; D. KERSHAW, *Company Law*, cit., 46-78; G.B. PORTALE, *Lezioni*, cit., pp. 169-183; R.A. POSNER, *Economic Analysis*, cit., 558-561; M. VENTORUZZO, P.-H. CONAC, G. GOTO, S. MOCK, M. NOTARI, A. REISBERG, *Comparative Corporate Law*, cit., 151-188.

Although Italian legal literature¹⁰² has classified shares as a «second-degree goods» («bene di secondo grado»¹⁰³), shareholders cannot act, before winding up and liquidation¹⁰⁴, as owner *pro rata* of the company's patrimony¹⁰⁵, nor all defects of the assets affect the

¹⁰² T. ASCARELLI, *In tema di vendita di azioni e responsabilità degli amministratori*, in *Foro it.*, 1953, 1639, fn. 3; ID., *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, now in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, 219 ff., esp. 238 ff.; C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 102, fn. 5, and 104, fn. 11. Cfr. C. D'ALESSANDRO, *Compravendita*, cit., 28-32; M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 10 ff., esp. 10 f.: «In ragione del significato economico dell'operazione (acquisto della partecipazione di controllo quale mezzo di acquisto indiretto dell'azienda), si è peraltro sempre discusso, fin dall'origine delle società anonime, se la vendita della totalità o della maggioranza delle azioni o quote, quali 'beni di secondo grado', possa consentire all'acquirente di pretendere una certa tutela in merito alla consistenza del patrimonio sociale; e se, a tal fine, possano invocarsi i rimedi concessi dalle disposizioni generali sui contratti o di parte speciale»; A. TINA, *Il contratto*, cit., 169-180.

¹⁰³ Cfr. M. CIAN, *Dell'azienda*, cit., 156-158: «Sotto il profilo dell'oggetto della fattispecie costitutiva, si lascia dunque qui l'ambito dell'azienda per portarsi su altri beni, la disposizione dei quali appare realizzare una vicenda economica equiparabile: beni rappresentati in particolare dalle partecipazioni sociali ... È bene ribadire che il trasferimento di partecipazioni non è di per sé un fatto d'impresa, come invece la cessione d'azienda; ma rappresenta comunque un'operazione traslativa che può essere diretta a realizzare sul piano economico sostanziale un obiettivo assimilabile, o, meglio, un'operazione che, su questo piano, può avere un impatto sulla continuità dell'impresa e che richiama dunque senz'altro le relative regole, nella misura – va da sé – della compatibilità ... Non è pertanto necessario mettere in discussione l'autonomia soggettiva della società e neppure evocare l'azienda come oggetto indiretto della cessione»; and M.M. PRATELLI, M. ROLI, *Tre sentenze*, cit., 400-429.

¹⁰⁴ Cfr. Cass. 28 March 1996, n. 2843, in L. VASQUES, *Cessione di quote di s.r.l. e consistenza patrimoniale della società*, in *Foro it.*, 1996, I, 3382 (note) and in M. CAMPOBASSO, *Vendita del pacchetto azionario di società in liquidazione per perdite*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, 362 ff. (note).

¹⁰⁵ V. SALANDRA, *In tema di vendita di pacchetti azionari*, in *Foro it.*, 1936, c. 207 ff.: «[O]gni cessione di azioni sociali è indirettamente cessione di quota di azienda sociale». «The risk of abuse of limited liability is highest where management is combined with shareholding, as it typically is in the small company», in P.L. DAVIES, *Introduction*, cit., 285. Cfr. G. FERRI, *L'incidenza delle obbligazioni sociali nei rapporti fra cedente e cessionario di quota sociale*, in *Foro it.*, 1936, 718, now in *Scritti giuridici*, III, t. I, Napoli, 1990, 488 ff.; ID., *Le società*, cit., 325-328; as well as: N. BOTTERO, T. RICOLFI, *I patti di non concorrenza*, cit., 297-300; C. ANGELICI, *La società*, cit., 41, fn. 57, and 151, fn. 22 (*Salomon v Salomon*: D. KERSHAW, *Company Law*, cit., 30-41); F. GALGANO, *Struttura logica e contenuto normativo del concetto di persona giuridica*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, 553 ff.; ID., *Le società e lo schermo della personalità giuridica*, in *Giur. comm.*, 1983, I.1, 5 ff.; F. D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Padova, 1989, *passim*, esp. 122-132; M. D'ONOFRIO, *I rimedi*, cit., 142-146 and 148 f.; and L.

transfer of the shareholding¹⁰⁶.

Notwithstanding the traditional sanctity of contracts (art. 1372, It. Civ. Code) and the principle of *caveat emptor*, scholars' attempts, based on – minority – decisions of Courts¹⁰⁷, lead to the configuration of implied

RENNA, *Compravendita*, cit., 123-136. On Cass. 20 February 2004, n. 3370, in *Foro it.*, 2004, I, 2142, see F. GALGANO, *Cessione di partecipazioni sociali e superamento della alterità soggettiva fra socio e società*, in *Contr. impr.*, 2004, 537-544, and G. COTTINO, in *Giur. it.*, 2004, p. 997 (note). Furthermore, C. D'ALESSANDRO, *Compravendita*, cit., 46 ff., and A. TINA, *Il contratto*, cit., 181-186. References to a sort of 'Durchgriff' in C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 111 f., fn. 30 f. Criticism in: S. PUGLIATTI, *Vendita di azioni e garanzia per evizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1937, 86 ff., esp. 89 f.; P. GRECO, *Le società di comodo e la vendita delle loro azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1935, 123 ff., esp. 128 ff. Cfr., for tax issues related to M&A' two-step deals (requalification of acts – for instance, 'share deals' into 'asset deals' – for Italian registration tax purposes), art. 20 (*Interpretazione degli atti*), d.P.R. 131/1986; see Cass. (ord.) 23 September 2019, n. 212 and Corte cost., 21 July 2020, n. 158, in *Foro it.*, 2020, I, 2533, as well as *Assonime*, Circolare 18/2020, and Cass. (ord.) 13 September 2021, n. 24647, in *DeJure*; cfr. G. PERLINGIERI, *Profili civilistici dell'abuso tributario. L'inopponibilità delle condotte elusive*, Napoli, 2012, *passim*, esp. 38-60, as well as: V. UCKMAR, *Cessione delle azioni e dell'azienda: aspetti di fiscalità italiana*, in *Acquisizioni*, cit., 291-299; F. GALLO, *Limiti e caratteristiche degli acquisti con prevalente finalità fiscale*, in *Acquisizioni*, cit., 327-356, esp. 341 ff.; G. GELOSA, *Profili fiscali delle acquisizioni societarie*, in *Le acquisizioni*, cit., 799-869; A. SILVESTRI, *La fiscalità delle garanzie del venditore nelle cessioni di partecipazioni*, in *Trasferimenti*, cit., 51-86; E. ROMITA, *I profili fiscali del finanziamento dell'operazione di acquisizione*, in *Le acquisizioni*, cit., 645-672; and E. ROMITA, M. CAVERNI, *Le due diligence fiscale e contabile-finanziaria anteriori all'acquisizione*, in *Le acquisizioni*, cit., 87-121. Whether the Italian implementation (art. 47, l. 428/1990) of EU Law – i.e., the Council Directive 77/187/EEC of 14 February 1977 – leads to qualify the sale of a controlling shareholding ('stock deal') as a sale of assets ('asset deal') is a question arisen in L. GUAGLIANONE, *Cessione del pacchetto azionario di controllo e trasferimento d'azienda*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1993, 661-670, esp. 668-670.

¹⁰⁶ V. SALAFIA, *Circolazione*, cit., 1179 f.

¹⁰⁷ Cass. 20 February 2004, n. 3370, cit.; Cass. 9 September 2004, n. 18181, in *Rep. Foro it.*, 2004, *Società* [6270], n. 1092; Cass. 4 April 2016, n. 8795, in N. BILANCIONI, *Compravendita di pacchetto azionario: rilevanza d'ufficio della nullità nel sottosistema societario*, in *Giur. comm.*, 2017, III.2, 494-528. Particularly, according to Cass. (ord.) 12 September 2019, n. 22790, «[I]e azioni (e le quote) delle società di capitali costituiscono beni di 'secondo grado', in quanto non sono del tutto distinte e separate dai beni compresi nel patrimonio sociale, e sono rappresentative delle posizioni giuridiche spettanti ai soci in ordine alla gestione ed alla utilizzazione di detti beni, funzionalmente destinati all'esercizio dell'attività sociale; pertanto, i beni compresi nel patrimonio della società non possono essere considerati del tutto estranei all'oggetto del contratto di

(clauses or) warranties¹⁰⁸.

Therefore, it is reasonable, in order to evaluate the overall parties' behaviour (according to artt. 1362 ff., It. Civ. Code), to investigate the value of a mere contract's referral to financial statements. The purpose is to realise, through the latter, that 'indirect' object of the acquisition is actually the underlying firm in the state exactly resulting from the attached balances¹⁰⁹.

cessione del trasferimento delle azioni o delle quote di una società di capitali, sia se le parti abbiano fatto espresso riferimento agli stessi, mediante la previsione di specifiche garanzie contrattuali, sia se l'affidamento del cessionario debba ritenersi giustificato alla stregua del principio di buona fede; ne consegue che la differenza tra l'effettiva consistenza quantitativa del patrimonio sociale rispetto a quella indicata nel contratto, incidendo sulla solidità economica e sulla produttività della società, quindi sul valore delle azioni o delle quote, può integrare la mancanza delle qualità essenziali della cosa, che rende ammissibile la risoluzione del contratto ex art. 1497 c.c., ovvero, qualora i beni siano assolutamente privi della capacità funzionale a soddisfare i bisogni dell'acquirente, quindi 'radicalmente diversi' da quelli pattuiti, l'esperimento di un'ordinaria azione di risoluzione ex art. 1453 c.c., svincolata dai termini di decadenza e prescrizione previsti dall'art. 1495 c.c.». Concerning such questionable decision, see the preferable position in: M. SPERANZIN, *Una criticabile sentenza*, cit., 510-517, esp. 517: «Non pare condivisibile modificare quest'orientamento, che garantisce stabilità e certezza del diritto (oltre ad essere conforme alla prassi internazionale), per lasciare spazio ad un diverso orientamento, quello che ritiene evincibili clausole implicite sulla base dell'affidamento o che qualifica le clausole contrattuali in schemi legali poco idonei e peraltro discussi, di cui non sembra esservi alcuna necessità». Cfr.: G. Buset, *Vendita*, cit., 355-374; F. Marotta, *La Cassazione ritorna sulle garanzie legali e convenzionali nella vendita di partecipazioni «di controllo»: un déjà vu?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 543-562 (note); M. Reschigna, *Sulle clausole di garanzia nei contratti di trasferimento di partecipazioni sociali e sulla inammissibilità delle garanzie implicite*, in *Contratti*, 2020, 163-169 (note); and M. Rubino Sammartano, *Consistenza del patrimonio di una società di capitali quale qualità della partecipazione azionaria*, in *Foro pad.*, 2020, 131-133 (note).

¹⁰⁸ G. Conte, *La vendita*, cit., 500, fn. 85; M. Speranzin, *Vendita*, cit., 239-248, esp. fn. 135, and 268-271: see fnn. 37 and 107 *supra*, and 109 *infra*; A. Tina, *Il contratto*, cit., 282-293.

¹⁰⁹ See M. Speranzin, *Vendita*, cit., 239-248, esp. 246-248: «Ci si deve chiedere ... se la garanzia sintetica di bilancio possa ritenersi implicita nella semplice allegazione della situazione patrimoniale al contratto. Sembra tuttavia più corretto ... parlare in tale ipotesi di una clausola implicita, ma non di garanzia. Solo nel caso di espressa previsione è infatti possibile considerare una clausola di garanzia, con le conseguenze [già analizzate] in merito all'impossibilità per il garante di far valere la prova liberatoria. La semplice allegazione del bilancio al contratto comporta ... un effetto analogo ad una representation»; as well as ID., *Le clausole*, cit., 211-216.

However, given that the parties of a SPA are usually well-informed entrepreneurs, the eventuality that these do not provide for an express relevant warranty should not unjustifiably benefit a negligent buyer – *caveat emptor* – not having undertaken a due diligence or requested dedicated warranties.

In light of Italian law, the following circumstance – i.e., materially founding control's shift on attached financial statements¹¹⁰ – seems potentially suitable to be qualified in terms of «*presupposizione*» (as purchaser's remedy¹¹¹).

¹¹⁰ 'Irregularity' – see *supra*, fn. 67 – of financial statements may lead to art. 2395 (*Azione individuale del socio e del terzo*) – cases in A. AUDINO, *Art. 2395*, in *Commentario breve al diritto*, cit., 682; see also: L. SAMBUCCI, *Art. 2395*, in *Società di capitali. Commentario*, II, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 715-720, and L. RENNA, *Responsabilità*, cit., 237-240 and 345-350; cfr. C. CASTRONOVO, *Responsabilità*, cit., 551, fn. 98 – and art. 2621 (*False comunicazioni sociali*), It. Civ. Code. Compare to art. 1973 (*Annullabilità per falsità di documenti*), It. Civ. Code: L. RUGGERI, *La transazione*, in EAD., E. MINERVINI, *Contratti transattivi e negozi di accertamento*, in *Tratt. dir. civ. CNN*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2016, 171-173. See M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 248 f., esp. fn. 141: «*Nel caso in cui il bilancio allegato al contratto di acquisizione non risulti essere stato redatto in modo conforme alla situazione effettiva del patrimonio sociale, coperta dalla clausola di garanzia, il venditore è tenuto all'indennizzo, se il compratore non preferisce chiedere una riduzione del corrispettivo; ciò lascia comunque aperta la possibile attivazione da parte dell'acquirente dei rimedi che il diritto comune dei contratti attribuisce nelle ipotesi in cui il consenso si sia formato sulla base di documenti inesatti o falsi ... In particolare: l'annullamento del contratto, o il risarcimento per dolo (determinante o incidente) e l'azione per responsabilità precontrattuale nei confronti del venditore ... Potrà inoltre chiedersi il risarcimento del danno al soggetto che ha predisposto il bilancio falso ... Se non risultasse possibile provare un atteggiamento di conoscenza imputabile all'alienante, si potrà comunque far valere il risarcimento ex art. 2395 c.c. nei confronti dei soli amministratori.*

¹¹¹ On the institute: G. ALPA, *Il contratto*, cit., 171 f. and 178-181; M. AMBROSOLI, *La sopravvenienza*, cit., 262-319; A. BELFIORE, *La presupposizione*, in *Il contratto in generale*, t. IV*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da M. Bessone, XIII, Torino, 2003, *passim*; M. BESSONE, A. D'ANGELO, voce *Presupposizione*, in *Enc. dir.*, XXXV, Milano, 1986; V. PIETROBON, *L'errore nella dottrina del negozio giuridico*, Padova, 1963, 494-541; ID., *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Padova, 1990, 487-534; ID., voce *Presupposizione*, in *Enc. giur. Treccani*, XXIV, Roma, 1991; C. CAMARDI, *Economie individuali e connessione contrattuale. Saggio sulla presupposizione*, Milano, 1997; G. CONTE, *La vendita*, cit., 496-498, esp. fn. 79; G. CRISCUOLI, *Il contratto*, cit., 121 ff., 199 f., 369 ff.; F. DELFINI, *Le risoluzioni*, in *Diritto privato*, cit., 637-639 and 666 f.; P. GALLO, *Sopravenienza contrattuale e problemi di gestione del contratto*, Milano, 1992, 297-313; R. GRISAFI, *Sopravenienze*, cit.,

161-216; M. MANTELLO, *Interpretazione*, cit., 137-332; V. ROPPO, *Il contratto*, cit., 963-975; and – relevance of ‘*Geschäftsgrundlage*’ (see M. BESSONE, *Adempimento e rischio contrattuale*, Milano, 1969, 129 ff.; G.B. FERRI, *Il negozio giuridico tra libertà*, cit., 224 ff., and in *Il negozio giuridico*, cit., 229 ff.; SIR B.S. MARKESINIS, H. UNBERATH, A. JOHNSTON, *The German Law*, cit., 319-348, esp. 342 ff.) in – C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 115, fn. 42, esp. fn. 44. Furthermore, M. CAMPOBASSO, *Vendita*, cit., 362 ff.; G. COTTINO, *Noterelle in tema di cessione di quote (o azioni), di discrepanze di valori e di presupposizione*, in *Giur. it.*, 2003, 297 ss.; C. D’ALESSANDRO, *Compravendita*, cit., 177-183; P. GRECO, *Le società*, cit., 137 ss.; G. IUDICA, *Il prezzo nella vendita di partecipazioni azionarie*, in *Riv. soc.*, 1991, 750-771; M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 142-148: «*Per tali ragioni sembrerebbe quindi che un rimedio nei confronti delle sopravvenienze (non previste nelle clausole ed) ‘eccezionali e imprevedibili’ possa essere ottenuto attraverso il richiamo alla presupposizione ... Ciò che tuttavia porta ad escludere la rilevanza dell’istituto è la circostanza che nel caso di contratti di vendita di partecipazioni con clausole di garanzia le parti disciplinano dettagliatamente il contenuto dell’accordo*»; A. TINA, *Il contratto*, cit., 262-272. For ‘mistake’, *actio doli*, *aliud pro alio*, and art. 1448 (*Azione generale di rescissione per lesione*), It. Civ. Code: M. AMBROSOLI, *Vendita di partecipazioni sociali di controllo e patrimonio dell’ente, in assenza di clausole di garanzia*, in *Contratti*, 1996, 202-209; C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 112 f., fn. 34; A. BERTELOTTI, *Rimedi contrattuali e non*, in *Le acquisizioni*, cit., 693-745; E.E. BONAVERA, *Compravendita di azioni e dolo incidente*, in *Società*, 2016, 52-61; G. CONTE, *La vendita*, cit., 489-498; M. D’ONOFRIO, *I rimedi*, cit., 149-156; U. GRASSI, *I sistemi di protezione dell’acquirente*, Napoli, 2015, esp. 28-34; A. LUMINOSO, *La compravendita*, cit., 276-316; A.P. SCARSO, *La vendita non garantita di partecipazioni sociali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1999, 133; L. RENNA, *Compravendita*, cit., 137-163; R. ROLLI, *Cessione di partecipazioni societarie e tutela del compratore: «aliud pro alio datum»?», in *Contratto e impresa*, 1994, 183 ss.; M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 87-91 and 104-110: «*[R]isulta importante esaminare se la violazione di alcune delle legal warranties possa configurare ... un’ipotesi di aliud pro alio, ossia di vendita di un ‘diritto o complesso di diritti diverso’ rispetto a quello promesso. In tale caso la disciplina applicabile risulta infatti significativamente diversa da quella delle norme in tema di garanzia della vendita, ed è consentito alle parti di prevedere, con maggiore elasticità, un’autonoma disciplina contrattuale*»; A. TINA, *Il contratto*, cit., 272-275; as well as: Cass. 29 August 1991, n. 9227, in A.M. PETRUCCI, *Cessione di pacchetti azionari e dolo del venditore*, in *Riv. dir. comm.*, 1994, 379 ff. (note); Cass. 29 August 1995, n. 9067, in M. CAMPOBASSO, *Vendita*, cit., 362 ff. (note); Cass. 21 June 1996, n. 5773, in *Rep. Foro it.*, 1996, *Società* [6270], n. 796; Cass. 13 November 1997, n. 11229, in *Rep. Foro it.*, 1997, *Vendita* [6990], n. 82; Cass. 25 September 2002, n. 13925, in *Rep. Foro it.*, 2002, *Vendita* [6990], n. 59; Cass. 20 February 2004, n. 3370, in G. COTTINO, in *Giur. it.*, 2004, cit.; Cass. 19 July 2007, n. 16031, in A. TINA, *Trasferimento di partecipazioni societarie ed annullamento del contratto*, in *Giur. comm.*, 2008, I.2, 110 ff. (note).*

The existence of such situation¹¹² does not directly belong to the will of the parties – i.e., the shareholder-transferor and the purchaser – given that some Italian scholars opt for the thesis relating – especially, in public companies – the domain of balance’s formation to managerial power only (thence decreasing the role of general meetings¹¹³).

The parties of such, broadly speaking, incomplete agreement¹¹⁴ – being lacking of analytical business warranties¹¹⁵ – may have formed their contractual will by referring materially – and in a synthetic way¹¹⁶ – to a balance sheet as contractual basis.

Moreover, since contractual expressions relating the price¹¹⁷ to a definite patrimonial asset are not uniquely identifiable as a warranty released by the seller, artt. 1362 ff., It. Civ. Code require hermeneutical efforts in order to qualify those expressions eventually as a (clause or) warranty on company’s assets.

Lacking an express warranty, interpretation would, traditionally, lead to the absence of any will at this regard¹¹⁸ or, differently, to argue a common contractual basis founded on the patrimonial situation emerging from financial statements: ultimately, it seems to be an issue

¹¹² Cass. 3 December 1991, n. 12921, in *Rep. Foro it.*, 1991, *Contratto in genere* [1740], n. 288; A. TINA, *Il contratto*, cit., 263 f.

¹¹³ See P. MAMMOLA, *Bilancio*, cit., 219 f., fn. 32; and L. PICARDI, *Elementi di diritto dell’impresa*, Torino, 2021, 57-59, esp. p. 58.

¹¹⁴ Cfr. G. BELLANTUONO, *I contratti incompleti nel diritto e nell’economia*, Padova, 2000, 180 ff.; A. FICI, *Il contratto ‘incompleto’*, Torino, 2005, *passim*; A. TINA, *Il contratto*, cit., 322-327; D. VALENTINO, *Il contratto «incompleto»*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 509 ff., now in EAD., *Scritti minori*, Bari, 2017, 95-125; as well as EAD., *Incomplete Agreements: a Comparative Law Analysis*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2009, 819 ff., now in *Scritti*, cit., 127-142.

¹¹⁵ Cfr. R. PISTORELLI, *Le garanzie «analitiche» sulle voci della situazione patrimoniale di riferimento*, in *Acquisizioni*, cit., 155-167, and M. SPERANZIN, *Le clauseole*, cit., 216-223.

¹¹⁶ Cfr. P. CASELLA, *I due sostanziali metodi di garanzia al compratore*, in *Acquisizioni*, cit., 137-139.

¹¹⁷ Cfr. M. DE ANDRÈ, *Le clauseole relative al prezzo*, in *Acquisizioni*, cit., 183-196.

¹¹⁸ Cfr. M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 142-148, esp. 147: «[L]’assenza di pattuizioni (c.d. *hardship clauses* o *Wirtschaftsklauseln*) che prevedano gli effetti di circostanze sopravvenute diverse da quelle considerate nelle *representations* and *warranties* deve normalmente intendersi come volontà delle parti (ex artt. 1363 e 1366 c.c.) di escludere il rilievo di eventi ulteriori (salvo il limite dell’art. 1467 c.c.)».

of contractual interpretation¹¹⁹. However, such declarations, albeit synthetic, may at least represent seller's intention to assure the authenticity of the accounting items¹²⁰.

Italian Supreme Court of Cassation¹²¹, although acknowledging the generic configuration of implied warranties, nonetheless does not deem *tout court* whatever – even direct – reference to a company's patrimony juridically relevant. Differently, the approach favours a case-by-case exam, governed by the principle of good faith in the assessment of contractual will (particularly, on the effectiveness of parties' commitment).

Reliance of the purchaser – albeit a clause may be inferred from the overall contract's content¹²² – is equated to a legitimate expectation, based on the overall behaviour of the contractual parties. Therefore, it is proposed a 'qualified' openness toward implied warranties¹²³, ruled by

¹¹⁹ Cfr. M. RUBINO DE RITIS, *Trasferimento*, cit., 885; and see A. TINA, *La cessione*, cit., 163, fn. 57.

¹²⁰ M. RUBINO DE RITIS, *Trasferimento*, cit., 885; cfr. L.A. BIANCHI, *Note*, cit., 199-209, esp. 199 and 201 f.: «*La redditività prospettica di taluni asset dell'impresa acquisita, o dell'impresa tout court, basata sull'attualizzazione dei flussi costituisce un profilo di importanza crescente nelle acquisizioni di partecipazioni azionarie, specie a seguito della diffusione degli IAS-IFRS e delle relative tecniche valutative ... [I]l venditore è assai riluttante a rilasciare espresse garanzie circa l'«esatta» consistenza delle poste valutative più significative ... Questo assai frequente atteggiamento negoziale discende, anzi tutto, dalla diffusa consapevolezza che le valutazioni (specie nel «mondo» IAS/IFRS) sono caratterizzate da ampi margini di discrezionalità tecnica e potrebbero essere dunque agevolmente contestate dal compratore ... Di regola, pertanto, le garanzie di bilancio, ove vengano rilasciate, hanno ad oggetto la corretta applicazione dei principi contabili di riferimento.*»

¹²¹ For the different positions emerging from jurisprudence on the topic dealt with in this contribution: Cass. 20 February 2004, n. 3370, cit.; Cass. 9 September 2004, n. 18181, cit.; Cass. 13 December 2006, n. 26690, in *Rep. Foro it.*, 2008, *Società* [6270], n. 754; Cass. 19 July 2007, n. 16031, in A. TINA, *Trasferimento*, cit.; Cass. 14 February 2012, n. 2087, in *Rep. Foro it.*, 2012, *Società* [6270], n. 661; Cass. 24 July 2014, n. 16963, in *Foro it.*, 2015, I, 4001; Cass. 13 March 2019, n. 7183, in *Rep. Foro it.*, 2019, *Società (procedimenti)*, [6275], n. 2; Cass. (ord.) 12 September 2019, n. 22790, in M. SPERANZIN, *Una criticabile sentenza*, cit.; App. Milano 28 January 2009, in *Rep. Foro it.*, 2010, *Società* [6270], n. 753; Trib. Milano 3 October 1991, in *Foro it.*, 1992, I, 1583.

¹²² Cfr. C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 115 f., fn. 46.

¹²³ A. TINA, *La cessione*, cit., 165. Cfr. M. RESCHIGNA, *Sulle clausole*, cit., 163-169.

the feature of *Generalklausel*¹²⁴ of good faith, based on an assessment of the case, aiming at the configuration of a warranty released univocally, albeit impliedly, by the seller.

The proposed perspective would aim – through referral to a good faith judgment – at balancing certainty of law with the reasonable expectations of the purchaser in view of control transactions, whose object consists directly of shares and only indirectly – in economic terms – of the underlying corporate assets¹²⁵.

However, it does not seem correct (nor desirable) to infer from artt. 1490 and 1497, It. Civ. Code¹²⁶ that supervening losses are defects of the sold shares¹²⁷. Consequently, seller's release of an express warranty would be, in most cases¹²⁸, required¹²⁹ in order to attribute legal relevance to the underlying acquisition's purposes, given that not even an express contractual provision – namely, a warranty – is suitable to confer to

¹²⁴ Cfr. L. RENNA, *Responsabilità*, cit., 56-70.

¹²⁵ Cfr. N. BOTTERO, T. RICOLFI, *I patti*, cit., 297-300.

¹²⁶ C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 113 f., fn. 38, 114 f., fn. 41, and 116; cfr. S. EREDE, *Durata delle garanzie e conseguenze della loro violazione*, in *Acquisizioni*, cit., 202-206. See also fnn. 34 *supra* and 130 *infra*.

¹²⁷ *Ex multis*, Cass. 28 March 1996, n. 2843, in *Rep. Foro it.*, 1998, *Società* [6270], n. 308; Cass. 27 September 1999, n. 10669, in *Giur. it.*, 2000, 980; Cass. 18 December 1999, n. 14287, in *Mass. Giust. civ.*, 1999, 2576; and F. BONELLI, *Giurisprudenza*, cit., 9 ff.

¹²⁸ On the (ir)relevance of 'purposes': C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 115: «*Noto è d'altra parte che nella pratica il problema sia per lo più affrontato mediante l'apposizione di clausole, in effetti di stile, volte a garantire l'affidamento del contraente riguardo alla consistenza economica dell'impresa sociale od a particolari aspetti di essa. Sicché, non essendovi dubbio sulla loro validità, il ruolo degli strumenti dogmatici ... si risolve in buona parte nel saggiare la concreta possibilità di assegnare rilevanza agli intenti che si manifestano con quelle clausole pur quando non direttamente espressi nell'accordo contrattuale*»; M. BESSONE, *Adempimento*, cit., 207 ff.; G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, 60-65 and 380-386; G. DEIANA, *Motivi nel diritto privato*, Torino, 1939, *passim*, esp. 5 f., 14-17, and 81 ff.; C. SCOGNAMIGLIO, voce *Motivo (del negozio giuridico)*, in *Dig. disc. priv. - Sez. civ.*, XI, Torino, 1994, 466 ff.; G. CONTE, voce *Causa e motivi*, in *Diritto civile*, a cura di S. Martuccelli e V. Pescatore, in *Dizionari del diritto privato* promossi da N. Irti, Milano, 2011, 179 ff.

¹²⁹ Cfr. A. TINA, *Il contratto*, cit., 205-209 and 282-293.

shares qualities pertaining to company assets¹³⁰: i.e., contractual autonomy cannot transform shares' 'second'-degree nature into a 'first'-degree¹³¹.

Indeed, the thesis – acknowledging implied warranties in SPAs – conveniently receives the objections of those¹³² arguing that such

¹³⁰ C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 116 f., fn. 47 ff; nor would short 'time-limits' of art. 1495 (*Termini e condizione per l'azione*), It. Civ. Code, provide effective protection. At this regard, see M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 168-176, esp. p. 168: «*Alle clausole di garanzia non si applica ... [l'art. 1495 c.c.], in quanto esse non costituiscono promesse di qualità della cosa venduta ai sensi dell'art. 1497 c.c., bensì prestazioni ulteriori del venditore, sottratte ai termini di prescrizione e decadenza previsti nella disciplina del contratto di vendita*», and also M. ROLI, *Prescrizione e decadenza delle domande basate su violazione delle contractual warranties*, in *Trasferimenti*, cit., 139-156. Cfr. T. DALLA MASSARA, M. D'ONOFRIO, *Clausole di garanzia nella cessione di partecipazioni: struttura, legittimazione ad agire e prescrizione*, in *Contratti*, 2018, 299-306; and EAD., *I rimedi*, cit., 164-167. For *de iure condendo* proposals, see: R. CAMPIONE, *Business warranties*, cit., 32-36, esp. 35 f., as well as T. DALLA MASSARA, *Garanzie convenzionali in tema di cessione di partecipazioni: una proposta ricostruttiva*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 1181-1219. For the different relevance of the following 'external' circumstances: C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 112 f., fn. 32 f.; G. CONTE, *La vendita*, cit., 488, fn. 53, and 495 f., fn. 73. Cfr. T. ASCARELLI, *In tema di vendita*, cit., 1641 f.; F. BONELLI, *Acquisizioni*, cit., 316-322; S. PUGLIATTI, *Vendita*, cit., p. 95. See M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 91-97, esp. 95-97: «*[S]e infatti la composizione del patrimonio sociale muta, non per questo ... l'oggetto della vendita (la partecipazione) può ritenersi diverso ... [L]a legge non distingue, infatti, all'art. 1497 c.c. tra qualità essenziali e promesse, sul presupposto di una diversa natura delle stesse; non presuppone che le qualità promesse si distinguano dalle essenziali per una diversa natura. La promessa ex art. 1497 c.c. non aggiunge infatti 'nuove qualità' all'oggetto del contratto, ma si limita ad attribuire giuridica rilevanza a caratteri che quell'oggetto già possiede per sua natura, e che secondo la considerazione generale non rivestono importanza essenziale. Le qualità promesse non sono null'altro che elementi accessori ulteriori rispetto alle qualità essenziali*».

¹³¹ Cfr. C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 116: «*Si coinvolge ... un interrogativo di portata ben più ampia, quello in definitiva concernente i limiti entro i quali è consentito all'autonomia privata estendere l'applicazione della disciplina in tema di «qualità» della cosa venduta anche a profili nei quali in effetti non si tratta, come nel nostro caso, direttamente del «bene»: i limiti cioè entro i quali è possibile assegnare un valore oggettivo, appunto come «qualità» della cosa, alle finalità soggettive cui mira l'operazione di scambio*».

¹³² M. SPERANZIN, *Vendita*, cit., 270 f.: «*Tale tesi non risulta peraltro convincente: la clausola sulle sopravvenienze modifica infatti profondamente l'equilibrio del contratto e non può considerarsi un uso negoziale ... [V]olendo ritenere esistenti (in forza di un uso) tali pattuizioni, esse sarebbero*

implication would alter the price, as its global amount is directly proportional to seller's warranties¹³³, thence affecting risk's distribution and contractual balance¹³⁴: i.e., the purchaser would agree a higher price in presence of favourable expressed warranties released by the seller.

Furthermore, a case-by-case approach¹³⁵ – albeit hermeneutically governed by good faith in assessing buyer's reliance¹³⁶ – would affect certainty of law, although it is also stated¹³⁷ how application of reasonableness may act as a guiding principle limiting judicial discretionary power.

concesse al compratore senza un corrispettivo, e renderebbero la posizione del venditore estremamente pericolosa».

¹³³ G. CONTE, *La vendita*, cit., 485.

¹³⁴ Cfr. M. BESSONE, *Adempimento*, cit., *passim*, esp. 343 ff.

¹³⁵ See C. ANGELICI, *La circolazione*, cit., 115, fn. 45. On 'methodology' (primarily, as applied to Law): N. ABBAGNANO, voce *Luoghi*, in *Dizionario di filosofia*, Torino, 1971, 550 f.; ID., voce *Topica*, in *Dizionario*, cit., 879; R. ALEXY, *Theorie der juristischen Argumentation. Die Theorie des rationalen Diskurses als Theorie der juristischen Begründung*, Frankfurt am Main, 1978 (trad. it. con *Presentazione* di L. Mengoni, Milano, 1998); N. LIPARI, *Le categorie del diritto civile*, Milano, 2013, 31 f., fn. 34, and 38, fn. 47; L. MENGONI, *Problema e sistema nella controversia sul metodo giuridico*, in *Jus*, 1976, p. 3 ff., ora in ID., *Diritto e valori*, Bologna, 1985, 11 ff., esp. 28 ff., 44 f., fn. 95 f., and 51 ff.; M. PENNASILICO, *L'interpretazione del contratto*, in *Diritto privato*, cit., pp. 589-599 ff.; C. PERELMAN, L. OLBRECHTS-TYTECA, *La nouvelle Rhétorique. Traité de l'Argumentation*, Paris, 1958 (trad. it. con *Prefazione* di N. Bobbio, Torino, 2001); G. TERRANOVA, *Il diritto e il suo linguaggio. Metodi, teorie, parole del diritto commerciale*, Milano, 2020, 15-291, esp. 15-71; T. VIEHWEG, *Topik und Jurisprudenz*, München, 1953 (trad. it. a cura e con *Introduzione* di G. Crifò, Milano, 1962), 5th ed., München, 1974.

¹³⁶ Cfr. M. BESSONE, *Adempimento*, cit., 285 ff.

¹³⁷ G. PERLINGIERI, *Profilì applicativi della ragionevolezza nel diritto civile*, Napoli, 2015, *passim*, esp. 35 ff.: «[L]a certezza del diritto non dipende dalla ripetitività e dalla perpetuità della soluzione, bensì dalla 'prevedibilità', dalla 'controllabilità', o se si preferisce, dalla 'calcolabilità' della decisione alla luce non tanto della fattispecie, la quale pure se prefissata minuziosamente dal legislatore è e sarà sempre incompleta, non esaustiva e suscettibile di integrazione, ma di un determinato sistema giuridico e dei suoi valori normativi»; S. TROIANO, *La «ragionevolezza» nel diritto dei contratti*, Padova, 2005, *passim*. Cfr., *ex multis*: N. IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Milano, 2016, *passim*; N. LIPARI, *Diritto civile e ragione*, Milano, 2019, *passim*, esp. 11-35; and P. RESCIGNO, *Introduzione al diritto privato*, in *Diritto privato*, cit., 22 ff.

ABSTRACT

The essay aims at illustrating and facing several issues arising from the context of Sales of Corporate Control, involving aspects of both Contract and Company Law. While mainly focusing on Italian legal system and literature, comparative and economic instances are also taken into account, as well as references are made to related issues, such as: shares' nature, good faith, warranties, and remedies.

Tramite il presente saggio, l'Autore si propone di illustrare e affrontare talune questioni emergenti dal contesto della vendita, cessione, e trasferimento del controllo societario (principalmente, di società c.d. chiusa), il che coinvolge aspetti sia di diritto contrattuale che societario. Benché la disamina sia principalmente incentrata sul sistema giuridico italiano e sulla dottrina e giurisprudenza relative, non vengono tralasciate istanze comparative e di matrice economica, unitamente alle seguenti connesse tematiche: la natura della partecipazione societaria (e azionaria), il ruolo della buona fede, le varie garanzie rilasciate in tali operazioni, nonché profili rimediale (anche in ipotesi di incompletezza contrattuale).

PAROLE CHIAVE

Corporate Control Transactions, Share Purchase Agreement (SPA),
Representations and Warranties (R&W), Legal and Business
Warranties, Implied Clauses and Warranties

Acquisizioni di società, Compravendita di partecipazioni di controllo,
Garanzie contrattuali e tutela dell'acquirente, Garanzie legali e
presupposizione, Clausole e garanzie implicite

PAOLO MAMMOLA

Email: paolomammola@gmail.com

