



I QUADERNI DEL GRUPPO ASLA DI **DIRITTO DI IMPRESA**

A CURA DI DIEGO RUFINI
CON TESTI DI MARCO DELL'ANTONIA, DIEGO RUFINI,
ORESTE MARCHINI, LUIGI ZUMBO E ARTURO BATTISTA

LE CLAUSOLE DI COVENDITA

Uno studio con esempi pratici sulle pattuizioni cd. di drag along, bring along e tag along frequenti nel contesto delle compravendite di partecipazioni societarie, generalmente introdotte in contratti, patti parasociali e/o statuti a tutela dei soci rispettivamente di maggioranza o minoranza, in previsione di future cessioni o altre forme di disposizione dell'investimento iniziale

I QUADERNI DEL GRUPPO ASLA DI **DIRITTO DI IMPRESA**

A CURA DI DIEGO RUFINI
CON TESTI DI MARCO DELL'ANTONIA, DIEGO RUFINI,
ORESTE MARCHINI, LUIGI ZUMBO E ARTURO BATTISTA

LE CLAUSOLE DI COVENDITA

Uno studio con esempi pratici sulle pattuizioni cd. di drag along, bring along e tag along frequenti nel contesto delle compravendite di partecipazioni societarie, generalmente introdotte in contratti, patti parasociali e/o statuti a tutela dei soci rispettivamente di maggioranza o minoranza, in previsione di future cessioni o altre forme di disposizione dell'investimento iniziale

Indice

CAPITOLO 1 , di Marco Dell'Antonia	5
Finalità economiche e descrizione giuridica delle clausole di covendita	
1. Le clausole di covendita fra tipologia e struttura	5
2. Impulso e soggezione delle parti coinvolte nelle diverse forme di clausola	7
2.1 Diritto al trascinamento (drag along)	7
2.2 Trascinamento automatico (bring along)	9
2.3 Diritto di seguito (tag along)	9
3. Clausole di covendita "totali" e "proporzionali": fra exit e riduzione dell'investimento	10
4. Interessi delle parti e interesse del terzo potenziale acquirente	11
CAPITOLO 2 , di Diego Rufini	13
Le clausole di covendita: profili civilistici	
1. Natura della clausola. Premessa	13
1.1 La clausola di covendita e il patto di opzione	14
1.2 La clausola di covendita e il contratto per persona da nominare	18
1.3 La clausola di covendita e il contratto di mandato	19
1.4 La clausola di covendita: considerazioni conclusive	21
2. Meritevolezza della clausola	23
3. Validità della clausola o solo inadempimento per illegittimità dei comportamenti?	26
CAPITOLO 3 , di Marco Dell'Antonia	30
Profili societari: clausole di covendita statutarie e parasociali	
1. Le principali criticità in materia di clausole di covendita	30
2. Fra sociale e parasociale: l'incidenza pratica di tale distinzione	31
2.1 La covendita parasociale nelle S.r.l.	34
3. Le clausole di covendita statutarie	36
3.1 Le clausole di covendita come "divieto di trasferimento" delle partecipazioni	36
3.2 Violazione della clausola e sue conseguenze	38
4. L'introduzione delle clausole statutarie di trascinamento (drag along): fra maggioranza e unanimità	39
4.1 Unanimità dei consensi e riscatto azionario	42
4.2 Cenni sulla natura della clausola di drag along e sua indifferenza ai fini del quorum di introduzione nello statuto sociale	45
4.3 Trascinamento e prelazione	46
4.4 Diritto di seguito (tag along): permanenza della regola maggioritaria	47
4.5 L'incidenza del tipo sociale: S.p.A. e S.r.l. a confronto	48
5. Brevi conclusioni in materia di clausole di covendita: limiti, condizioni ed efficacia	49

CAPITOLO 4 , di Oreste Marchini	50
Equa valorizzazione delle partecipazioni societarie nel fenomeno delle clausole di tag e drag along	
1. Premessa di metodo allo studio della valorizzazione della partecipazione societaria nella previsione statutaria di trascinamento	50
2. Metodo di valutazione della partecipazione societaria nella ipotesi traslativa di tag e drag along	52
3. Consistenza patrimoniale quale criterio di determinazione della partecipazione sociale adattato alla clausola di trascinamento	56
4. Le prospettive reddituali come necessario criterio di determinazione dell'equo valore della partecipazione societaria a seguito delle mutate dinamiche di controllo per effetto del tag e drag along	57
5. Valore di mercato come ipotesi residuale di determinazione del valore della partecipazione, soprattutto nel trascinamento societario	59
6. Momento di valutazione nel processo di trascinamento e nel procedimento di recesso: una mancata tutela?	60
7. Prassi concreta e determinazioni di organismi professionali: conforto nelle scelte adottate	62
CAPITOLO 5 , di Luigi Zumbo e Arturo Battista	67
Modelli commentati di clausole di covendita in lingua italiana e inglese	
1. Diritto di covendita: clausole di tag along	67
2. Obbligo di covendita: clausole di drag along	72

CAPITOLO 1, di Marco Dell'Antonia

Finalità economiche e descrizione giuridica delle clausole di covendita

SOMMARIO: 1. Le clausole di covendita fra tipologia e struttura - 2. Impulso e soggezione delle parti coinvolte nelle diverse forme di clausola - 2.1 Diritto al trascinamento (*drag along*) - 2.2 Trascinamento automatico (*bring along*) - 2.3 Diritto di seguito (*tag along*) - 3. Clausole di covendita “totali” e “proporzionali”: fra exit e riduzione dell’investimento - 4. Interessi delle parti e interesse del terzo potenziale acquirente.

1. Le clausole di covendita fra tipologia e struttura

L’attuale esperienza operativa nel campo della redazione degli statuti sociali e dei patti parasociali (nonché dei contratti di acquisizione di partecipazioni di società di capitali) ha evidenziato la sempre maggiore diffusione delle cosiddette “*clausole di covendita*”⁽¹⁾, ossia delle clausole con cui un parte lega le sorti della propria partecipazione al trasferimento dei titoli detenuti dagli altri soci, consolidando l’unitarietà del gruppo corporativo nei rapporti con i terzi acquirenti⁽²⁾.

Le clausole di covendita sono meglio conosciute, nella loro declinazione inglese, come clausole di *drag along* (trascinamento), *bring along* (trascinamento automatico) e *tag along* (seguito)⁽³⁾, distinguendosi in base agli interessi tutelati e alla posizione assunte dalle parti coinvolte.

Con particolare riferimento alla clausola di trascinamento (*drag along*), è opportuno evidenziare che tale pattuizione viene spesso fatta coincidere con la clausola di *bring along*, pur presentando i significativi elementi distintivi che saranno oggetto di analisi nei paragrafi che seguono⁽⁴⁾.

(1) Si veda, P. Divizia, *Le clausole di tag e drag along*, Milano, 2013, 1; G. Sbisà, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statuarie di trascinamento (drag along)*, in *Contr. e Imp.*, 2015, 636-637. Tali clausole, peraltro, non sono sconosciute all’esperienza giurisprudenziale, soprattutto di merito. Fra le più significative pronunce pare opportuno ricordare: Trib. Milano, 22-12-2014 in *Banca borsa* 2016, II, 84; Trib. Milano, 24-3-2011 in *Banca borsa* 2013, II, 59; Trib. Milano, 31-3-2008 in *Riv. dir. comm.* 2010, II, 113, per l’analisi delle quali si rinvia ai capitoli successivi.

(2) Nel senso di dare risalto alla unitarietà delle parti sociali, si veda anche Trib. di Milano, 25-3-2006 in *Corriere del merito* 2006, 737; E. Macrì, *Patto parasociale di prelazione e di covendita e denuntiatio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 103.

(3) Giova precisare che esistono anche nomenclature differenti, diffuse soprattutto fra gli operatori dei mercati finanziari. Ad esempio, la clausola di *tag along* è definita, nel contesto statunitense, come “*piggy-back clause*” e, nel contesto italiano, come “*clausola di accodamento*”.

(4) P. Divizia, cit. a nt. 1, 140-142.

A tal riguardo, saranno evidenziate le principali differenze tra le due forme di trascinamento – *drag* e *bring along* – in modo da conferire a ognuna l'autonomia tipologica derivante dalla propria struttura operativa (non priva di effetti sul piano pratico).

Anzitutto, pare necessario premettere che le clausole in esame, nelle loro diverse forme (*drag*, *bring* e *tag along*), possono essere incluse tanto negli statuti sociali, quanto nelle pattuizioni parasociali stipulate ai sensi degli artt. 2341 *bis* e ss. c.c. ⁽⁵⁾

Da una prima analisi, si può osservare che le clausole di covendita hanno trovato usuale sede – per svariati decenni – all'interno dei patti parasociali di società azionarie a ristretta compagine sociale ⁽⁶⁾; ciò in ragione del fatto che esse sono finalizzate a regolare l'ingresso di nuovi membri (spesso di maggioranza) nella compagine corporativa, incidendo su interessi prevelentemente dei soci, piuttosto che dell'ente.

Tuttavia, come si vedrà nei capitoli seguenti, la previsione da parte del legislatore della riforma del 2003 di limiti massimi di durata applicabili alle pattuizioni parasociali, ha causato un “fenomeno migratorio” ⁽⁷⁾ di tali clausole negli statuti sociali ⁽⁸⁾, attualmente più tutelanti per le parti coinvolte rispetto alla sede parasociale (sia dal punto di vista della durata, sia della tutela “reale” garantita alle parti in caso di violazione) ⁽⁹⁾.

Prima di approfondire quali siano le caratteristiche peculiari delle diverse forme di covendita, nonché gli specifici interessi delle parti coinvolte, pare opportuno sintetizzare il contenuto tipico delle stesse:

- (a) la clausola di *drag along* prevede il diritto del socio di maggioranza di “trascinare” il socio di minoranza nelle proprie negoziazioni con il terzo potenziale acquirente della propria partecipazione, “forzando” la vendita dei titoli detenuti dal socio minoritario. A tale riguardo, il beneficiario di una clausola di *drag along* è generalmente il socio di maggioranza ⁽¹⁰⁾ che, in caso di cessione della propria partecipazione sociale, potrà obbligare all'*exit* anche il socio di minoranza, garantendo maggiori vantaggi al terzo acquirente;
- (b) la clausola di *bring along*, per certi aspetti simile alla clausola di trascinamento sopra descritta, prevede un trascinamento automatico del socio di minoranza nelle negoziazioni fra socio maggioritario e terzo potenziale acquirente; essa si distingue dalla prima in ragione del fatto che è rimessa al terzo la decisione

(5) N. de Luca, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca borsa*, 2013, I, 75. Sugli effetti derivanti dalla “sede formale” della clausola, si rinvia alla più dettagliata analisi contenuta nel cap. 3.

(6) P. Divizia, cit. a nt. 1, 3 (salvo quanto il medesimo Autore nota in P. Divizia, *Clausole di tag along e drag along e modalità di introduzione nello statuto*, in *Notariato*, 2011, 399, nt. 3).

(7) P. Divizia, cit. a nt. 1, 110.

(8) Consiglio Notarile di Milano, massima n. 88 (*Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di “covendita” delle partecipazioni*), 2005.

(9) Su questo argomento si veda, più diffusamente, il cap. 3 del presente scritto.

(10) P. Divizia, cit. a nt. 1, 5. Si veda anche C. F. Giampaolino, *Clausola di co-vendita ed equa valorizzazione dell'azione*, in *Banca borsa*, 2009, 532-533, il quale nota come le clausole di *tag* e *drag along* riguardano un'attribuzione asimmetrica fra soci di maggioranza e di minoranza; tali diritti infatti non sono (generalmente) attribuiti in maniera nominativa, bensì *per relationem* in favore di tutti i soggetti che si trovano nella situazione di possedere una determinata soglia percentuale di partecipazione.

sul trascinamento, la quale dunque non risulta essere una decisione spettante al cedente originario, bensì al possibile acquirente ⁽¹¹⁾;

- (c) la clausola di *tag along* prevede, al contrario, la possibilità per il socio di minoranza di “*sequire*” il socio di maggioranza nella cessione delle proprie quote partecipative, profittando delle condizioni economiche ottenute da quest’ultimo nella negoziazione con il terzo potenziale acquirente. In virtù di questa clausola, il soggetto che abbia intenzione di cedere le proprie partecipazioni dovrà ottenere l’impegno da parte del cessionario ad acquistare anche i titoli detenuti dal socio minoritario, alle medesime condizioni accordate all’altro. I soci di minoranza potranno così godere della forza contrattuale di cui gode (sul mercato) il socio di maggioranza, beneficiando dell’eventuale premio di controllo ⁽¹²⁾.

2. Impulso e soggezione delle parti coinvolte nelle diverse forme di clausola

Le clausole di *drag*, *bring* e *tag along* si differenziano sotto due profili: l’origine soggettiva dell’impulso che “*attiva*” gli effetti della clausola e l’identità della parte vincolata dalla medesima ⁽¹³⁾.

Tale distinzione deriva, in ultima analisi, dai differenti interessi delle parti coinvolte, originati (generalmente) dalla posizione rivestita all’interno della compagine sociale, sia essa maggioritaria o minoritaria.

2.1 Diritto al trascinamento (*drag along*)

Come si è detto la clausola di *drag along* prevede l’attribuzione (normalmente) al socio di maggioranza del diritto di “*forzare*” la vendita dei titoli detenuti dal socio minoritario. Appare evidente, alla luce di questa struttura tipica, che il beneficiario sostanziale di una clausola di *drag along* è generalmente il socio di maggioranza ⁽¹⁴⁾ che, in caso di cessione della propria partecipazione sociale, potrà obbligare all’*exit* anche il socio di minoranza, garantendo maggiori vantaggi al terzo acquirente, derivanti dall’assunzione di una più solida posizione di controllo sulla società. Appare difatti chiaro che i potenziali acquirenti sono maggiormente interessati all’acquisizione di pacchetti di controllo che non lascino spazio a minoranza “*di blocco*” o comunque dotate di significativi poteri di controllo o di azione ⁽¹⁵⁾.

(11) Consiglio Notarile di Roma, massima n. 7 (*Clausole di co-vendita e di trascinamento: tipologia e limiti di validità*), 2013: “*La clausola attribuisce al socio di maggioranza tanto il diritto di trascinamento del socio di minoranza quanto un onere di operare siffatto trascinamento. Parallelamente il socio di minoranza si vede attribuito nel contempo tanto il diritto ad essere trascinato quanto la soggezione al potere dovere di trascinamento del socio di maggioranza*”. A tal proposito, si veda anche P. Divizia, cit., 140-142.

(12) P. Divizia, cit. a nt. 1, 4.

(13) P. Divizia, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, II, 2009, *passim*.

(14) P. Divizia, cit. a nt. 1, 5; E. Malimpensa, *Introduzione durante societate di riscatto e drag along e principio maggioritario*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 656.

(15) Si pensi, ad esempio, alle minoranza “*qualificate*” che possono richiedere la convocazione dell’assemblea (art. 2367, comma 1 c.c.) o il rinvio della seduta assembleare (art. 2374, comma 1 c.c.), impugnare la deliberazione assembleare (art. 2377, comma 3 c.c.), promuovere azioni di responsabilità (art. 2393 *bis* c.c.) o anche presentare una denuncia al Tribunale (art. 2409 c.c.), ecc.

La funzione della clausola di *drag along* è quella, in definitiva, di consentire al socio di maggioranza di offrire al mercato una quota maggiormente consistente del capitale sociale ⁽¹⁶⁾, rendendo l'operazione più appetibile ai terzi acquirenti che desiderino acquisire un controllo più "saldo" della società (se non l'intero capitale) ⁽¹⁷⁾.

A livello tecnico, tra gli effetti che derivano dalla previsione di una clausola di trascantamento, vi è quello di imporre – di fatto in capo al socio di minoranza, per quanto la previsione possa trovare teorica applicazione per tutti i soci – uno stato di "soggezione" ⁽¹⁸⁾; in riferimento al socio di maggioranza, invece, vi è la possibilità di cedere, insieme alla propria partecipazione, anche le azioni del socio minoritario, garantendo a quest'ultimo le medesime condizioni contrattuali e il medesimo prezzo unitario ottenuti dal terzo (o, comunque, un prezzo "equo") ⁽¹⁹⁾.

Tale clausola suscita notevole interesse in capo all'aspirante socio industriale ⁽²⁰⁾, che solitamente punta ad acquisire una partecipazione rilevante in grado di costituire nel tempo un investimento adeguato e finalizzato alla gestione della società, apportando modifiche strutturali alla *governance*.

La funzione della clausola di *drag along* agisce su due linee direttrici: da un lato, nell'ottica del socio di minoranza, la clausola si pone come obiettivo quello di ridurre il pericolo che il socio di maggioranza ceda la propria partecipazione senza riconoscere al primo "la sua quota parte che il terzo è disposto a pagare per acquistare la società" ⁽²¹⁾; dall'altro, nella prospettiva del socio di maggioranza, la clausola di *drag along* impedisce forme di ostruzionismo da parte del socio di minoranza di fronte a una cessione integrale del pacchetto azionario ⁽²²⁾, con evidente massimizzazione del valore di realizzo dei titoli posti sul mercato.

(16) C. di Bitonto, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Soc.*, 2008, 1380; L. Fabbrini, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 1038.

(17) M. Libertini, *Limiti alla validità dei patti parasociali*, Bocconi RULES Paper No. 2013-7, 22-23 (nt. n. 45), in cui l'Autore nota che "ugualmente essenziale può essere la possibilità per il terzo di disporre dell'intero capitale, affinché egli sia indotto ad effettuare un'operazione di acquisto del controllo; in tale prospettiva la clausola diviene uno strumento per facilitare il funzionamento del mercato del controllo, ma anche per elevare contestualmente il valore di scambio delle partecipazioni societarie".

(18) G. Sbisà, cit. a nt. 1, 635; a livello giurisprudenziale si veda Trib. Milano, 24-3-2011, cit. a nt. 1.

(19) C. F. Giampaolino, cit. a nt. 10, 526; D. Piselli, *Il principio di "equa valorizzazione" della partecipazione sociale è riferibile solo all'uscita del socio dalla società?*, in *Soc.*, 2015, 972-973; A. Negri Clementi - N. Perricone, *Modifiche statutarie e clausole di circolazione della partecipazione: una questione di quorum o di equa valorizzazione?*, in *Soc.*, 2015, 966. Si veda anche Consiglio Notarile di Milano, massima n. 88 (*Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di "covendita" delle partecipazioni*), 2005, mentre a livello giurisprudenziale Trib. Milano, 24-3-2011, cit. a nt. 1; Trib. Milano, 31-3-2008, cit. a nt. 1. Il punto è rimarcato, con grande forza (per quanto in materia di società a responsabilità limitata), dalla pronuncia del Trib. Milano 22-12-2014, cit. a nt. 1.

(20) P. Divizia, cit. a nt. 6, 399.

(21) A. Stabilini - M. Trapani, *Clausole di drag along e limiti dell'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 946.

(22) P. Divizia, cit. a nt. 1, 7; nonché F. Massa, *Introduzione di drag along e consenso del socio forzabile*, in *Corr. mer.*, 2011, 694 (nt. 9).

2.2 Trascinamento automatico (*bring along*)

I termini *drag along* e *bring along* sono spesso utilizzati indistintamente dagli interpreti ⁽²³⁾, quasi non esistesse alcuna (apprezzabile) differenza tra le due forme di covendita.

Come si è brevemente descritto, dal punto di vista giuridico, la clausola di *drag along* concede al socio di maggioranza il diritto di trascinare nell'operazione di disinvestimento anche gli altri membri della compagine, per cui vi è in capo al socio di maggioranza un diritto potestativo di vendere non solo le proprie partecipazioni, ma anche quelle del socio di minoranza: la “*cessione in trascinamento*” è dunque attivata dalla scelta del socio di maggioranza di voler profittare della clausola in esame.

Con riferimento alla clausola di *bring along*, invece, l'angolo visuale muta radicalmente: il socio di maggioranza non ha solo il diritto, ma anche l'obbligo di causare la cessione della partecipazione minoritaria (unitamente alla propria), qualora il terzo potenziale acquirente decida di profittare di tale opportunità ⁽²⁴⁾.

Conseguentemente, il trascinamento automatico riconosce al terzo acquirente il potere di valutare se acquistare o meno anche le azioni del socio di minoranza – il cui trasferimento non nasconde insidie – in ragione dell'obbligo: (i) del socio di maggioranza di trascinare il socio di minoranza nella cessione; e (ii) di quest'ultimo a cedere la propria partecipazione al terzo che voglia profittare della clausola di *bring along* (similmente a quanto avviene nella covendita da trascinamento di tipo *drag along*).

Secondo la ricostruzione appena descritta, il trascinamento automatico (*bring along*) concede a un soggetto estraneo alla compagine un diritto potestativo di acquisto della quota soggetta a trascinamento ⁽²⁵⁾, condizionato all'effettivo trasferimento della quota maggioritaria, portando a un acquisto congiunto su volontà del terzo. In merito a tale situazione, il socio di maggioranza, grazie all'*input* negoziale del soggetto estraneo, esegue un ruolo di intermediario contrattuale essendo obbligato ad attivare la clausola di *bring along* ⁽²⁶⁾.

2.3 Diritto di seguito (*tag along*)

La clausola di *tag along* – differenziandosi in modo strutturale dalle clausole di trascinamento – prevede la possibilità (normalmente) per il socio di minoranza di “*seguire*” il disinvestimento del socio di maggioranza, alle condizioni economiche

(23) A tal riguardo, nessuna differenza in merito alle clausole di *bring along* e *drag along* viene effettuata da C. di Bitonto, cit. a nt. 16, 1378, C. d'Alessandro, *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, 388, C. F. Giampaolino, cit. a nt. 10, 523.

(24) P. Divizia, cit. a nt. 1, 140-142.

(25) In merito alle varie possibilità ricostruttive, si veda M. Maltoni, *I patti parasociali (in caso di acquisizioni parziali)*, in *Le acquisizioni societarie*, diretto da M. Irrera, Bologna, 2015, 433; C. d'Alessandro, cit. a nt. 23, 388.

(26) P. Divizia, cit. a nt. 1, 141-142.

ottenute da quest'ultimo nella cessione del proprio pacchetto partecipativo al terzo potenziale acquirente ⁽²⁷⁾.

Anche in questo caso il terzo soggetto potrà acquistare una porzione del capitale maggiore rispetto a quella messa sul mercato dall'offerente originario (generalmente il socio di maggioranza), dovendo tuttavia fare affidamento sulla volontà del socio minoritario di avvalersi dell'opzione contenuta nella clausola di *tag along*.

La clausola di *tag along*, in particolare, fa sì che vi sia un obbligo, in capo al socio di maggioranza, di procurare a favore del socio di minoranza un'offerta di acquisto delle quote partecipative da esso detenute ⁽²⁸⁾. Tale offerta, segnatamente, dovrà pervenire dal terzo acquirente, non avendosi interposizione del socio maggioritario nella cessione.

Si può dunque evidenziare che nello schema della clausola di seguito, mentre il socio di minoranza è titolare di un diritto, il socio di maggioranza è un soggetto gravato da un obbligo ⁽²⁹⁾.

In ipotesi di redazione di una clausola di *tag along*, occorrerà individuare con precisione: il soggetto che patisce il peso della clausola, i soggetti che acquisiscono il vantaggio derivante dalla covendita, le condizioni negoziali applicabili alla situazione di *tag along*, la regolamentazione dei rapporti tra socio di minoranza e terzo acquirente ⁽³⁰⁾. Infine, si renderà necessario stabilire le condizioni (economiche) di acquisto della quota minoritaria, nonché chiarire quale sia l'ammontare delle partecipazioni oggetto di seguito ⁽³¹⁾.

3. Clausole di covendita “totali” e “proporzionali”: fra exit e riduzione dell'investimento

Le clausole di covendita assumono differenti strutture e sfaccettature nella prassi redazionale, a seconda che esse prevedano impegni di covendita “totali”, oppure “parziali”, della partecipazione detenuta.

Nel caso di una clausola di covendita “totale” (sia essa di trascinamento o di seguito), il monte totale delle partecipazioni cedute al terzo acquirente vedrà un incremento: alla partecipazione originariamente offerta si dovrà infatti sommare quella del socio trascinato o accodato ⁽³²⁾.

Un'esemplificazione pare utile ai fini di una più chiara descrizione della fattispecie in commento. Nel caso in cui il socio Alfa, detentore di una quota pari al 60% del capitale sociale di Target S.p.A., decida di cedere i titoli azionari detenuti, il socio Beta, detentore del residuo 40% e beneficiario di una clausola di *tag along*,

(27) Si veda, a riguardo, C. di Bitonto, *Diritto statutario di covendita (“tag along”) collegato al cambio di controllo e vendita della nuda proprietà di azioni*, in *Soc.*, 2013, 780-782.

(28) P. Divizia, cit. a nt. 13, 158; C. di Bitonto, cit. a nt. 27.

(29) Si veda *supra*, nt. 28.

(30) C. di Bitonto, cit. a nt. 27, 782.

(31) C. di Bitonto, cit. a nt. 27, 782.

(32) G. Sbisà, cit. a nt. 1, 636-637.

potrà “accodarsi”, con la conseguenza che il terzo acquirente dovrà sottoporre un’offerta per l’acquisto del 100% del capitale della società.

Nel caso di una clausola di *tag along* proporzionale, invece, il monte totale di azioni cedute al terzo acquirente resta invariato (per riprendere l’esempio, il terzo acquisterà comunque il 60% del capitale di Target S.p.A.), giacché al momento della cessione da parte della maggioranza del proprio pacchetto azionario, vi sarà una re-distribuzione interna alla compagine dei titoli da cedere basata su un modello matematico prestabilito⁽³³⁾, che permetterà di includere anche le partecipazioni del socio di minoranza.

In tale caso, tuttavia, l’interesse del terzo nell’acquistare il pieno controllo della società si ferma di fronte alla proporzionalità delle quote, che includeranno sia una parte delle quote del socio di maggioranza sia una parte di quelle del socio di minoranza.

La posizione del terzo non è quindi dotata di un vantaggio quantitativo, come nel caso della covendita “*totale*”. Inoltre, dal punto di vista dei soci originariamente parte della compagine sociale, una clausola “*proporzionale*” (o, comunque, che consente una covendita meramente parziale) non consente un pieno diritto di *exit* dei soci, che subiranno delle semplici diluizioni dell’entità delle partecipazioni detenute⁽³⁴⁾.

4. Interessi delle parti e interesse del terzo potenziale acquirente

Le clausole di covendita, come si è brevemente descritto, fanno parte della vita corporativa delle società, per regolare eventuali cessioni delle partecipazioni sociali.

In riferimento a una clausola di *drag along*, pare utile richiamare la sintesi della considerazioni assunte dal Consiglio Notarile capitolino, secondo il quale: “*la clausola [di drag along] attribuisce un diritto potestativo al solo socio di maggioranza (o suoi aventi causa) ed in conseguenza impone una soggezione al socio di minoranza. Il socio di maggioranza rimane infatti libero di alienare la propria partecipazione senza trascinare con sé anche il socio di minoranza, ma se lo ritiene opportuno a suo insindacabile giudizio, può operare tale trascinamento indipendentemente dal concorso della volontà del socio di minoranza. Quest’ultimo dunque perde il diritto di alienare autonomamente o non alienare la propria partecipazione. Tale clausola assolve dunque alla funzione di consentire al socio di maggioranza di: agevolare la cessione del pacchetto di maggioranza laddove il possibile acquirente non intenda effettuare l’investimento se non acquistando l’intero capitale sociale; valorizzare meglio la propria partecipazione laddove in base allo statuto sociale alla minoranza spettino particolari diritti di voce che renderebbero meno solida e dunque meno appetibile la posizione del socio di maggioranza. Per tale ragione si tratta di clausole sovente richieste dal c.d. partner industriale, vale a dire da colui che sia in senso economico il vero e proprio soggetto imprenditoriale attivamente partecipe alla gestione sociale*”⁽³⁵⁾.

(33) P. Divizia, cit. a nt. 13, 162.

(34) G. A. Rescio, *Regolamentazione statutaria dell’investimento azionario: unanimità o maggioranza nell’introduzione delle clausole di drag along?*, in *Giur. comm.*, 2012, II, 1062-1065.

(35) Consiglio Notarile di Roma, massima n. 7 (*Clausole di co-vendita e di trascinamento: tipologia e limiti di validità*),

Discorso parzialmente analogo può essere fatto in relazione alla clausola di *bring along* che, tuttavia, tutela in modo particolare l'interesse del terzo potenziale acquirente, il quale non dovrà fare affidamento sulla decisione del socio di maggioranza di esercitare il diritto di trascinarsi (per quanto, naturalmente, tale condizione possa essere imposta in via negoziale).

Infine, con riferimento alla clausola di *tag along*, l'interesse in capo al socio di minoranza è quello di essere *“libero di accettare o meno l'offerta di acquisto che il socio di maggioranza è tenuto a procurargli e dunque rimane libero di alienare autonomamente la propria partecipazione. Il socio di maggioranza invece, se intende alienare la propria partecipazione, viene ad essere gravato dall'onere di procurare ai soci di minoranza un'offerta di acquisto alle medesime condizioni ottenute per la cessione della quota di maggioranza”* ⁽³⁶⁾.

La funzione di tale clausola può permettere, al socio di minoranza, di liquidare in maniera più agevole la propria partecipazione e di partecipare, in sede di cessione del pacchetto azionario, alla ripartizione del valore economico insito nel premio di maggioranza. Infatti, in una prospettiva economica, è utile ribadire che tale clausola protegge la posizione dei soci di minoranza attribuendo agli stessi la possibilità di godere delle *medesime condizioni economiche* ottenute dal socio di maggioranza nel caso di cessione della relativa partecipazione. Pertanto, in virtù di questa clausola, il socio di minoranza può trarre vantaggio della forza contrattuale del socio di maggioranza, ad esempio nello stabilire il prezzo unitario di vendita, che verosimilmente comprenderà anche un premio di maggioranza.

2013. Analogamente P. Divizia, cit. a nt. 13, 164-165.

(36) Si veda *supra*, nt. 35.

CAPITOLO 2, di Diego Rufini

Le clausole di covendita: profili civilistici

SOMMARIO: 1. Natura della clausola. Premessa – 1.1 La clausola di covendita e il patto di opzione – 1.2 La clausola di covendita e il contratto per persona da nominare – 1.3 La clausola di covendita e il contratto di mandato – 1.4 La clausola di covendita: considerazioni conclusive – 2. Meritevolezza della clausola – 3. Validità della clausola o solo inadempimento per illegittimità dei comportamenti?

1. Natura della clausola. Premessa

Le clausole di covendita, nelle loro varie declinazioni (*tag along*, *drag along*), hanno come finalità quella di garantire al socio investitore (fondi di *private equity*, *venture capitalist*, soggetti finanziari in genere) un diritto di “uscita” dal proprio investimento e, contestualmente, al socio di minoranza di beneficiare del premio di maggioranza del quale, nell’ambito di una semplice compravendita, egli non usufruirebbe⁽³⁷⁾.

Rinviando a quanto esposto nel capitolo che precede (cfr. *supra*) in relazione sia all’inquadramento del fenomeno a livello a livello economico, sia per un’analisi più dettagliata degli obiettivi sottesi all’inserimento della clausola di covendita negli statuti societari e nei patti parasociali, in questa sede può essere sufficiente ricordare che, nell’ambito di tali patti, la clausola di *tag along* attribuisce un diritto, mentre quella di *drag along* prevede un obbligo.

Più in dettaglio, la pattuizione di *tag along* riconosce ad alcuni soci (in linea di massima quelli di minoranza) il diritto di vendere una frazione della propria partecipazione alle stesse condizioni alle quali le partecipazioni vengono alienate a un terzo dal socio di maggioranza e sempre che il socio di minoranza non voglia esercitare il diritto di prelazione acquistando dal socio di maggioranza.

Laddove il socio di minoranza non si avvalga della prelazione, ma eserciti il diritto di vendita, il titolare della partecipazione di maggioranza dovrà far sì che il terzo acquisti, allo stesso prezzo offerto *pro quota* al socio di maggioranza, da coloro i quali hanno esercitato il diritto di covendita.

La clausola di *drag along* conferisce a un socio (cosiddetto socio trascinatore), che solitamente è detentore della maggioranza, di contrattare con un terzo la vendita sia della propria partecipazione, sia di quelle degli altri soci (cosiddetti soci tra-

(37) Sul punto e senza pretesa di completezza cfr. A. Pedersoli, *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in F. Bonelli - A. Jaeger, *Sindacati di voto e sindacati blocco*, Milano, 1993, 238; D. Proverbio, *I patti parasociali*, Milano, 2004, 69; E. Panzarini, *Il contratto di opzione*, Milano, 2007, 289.

scinati) i quali, contestualmente, si obbligano a vendere al terzo allo stesso prezzo *pro quota* e alle stesse condizioni negoziate dal socio trascinatore.

Al socio trascinato, tuttavia, in alternativa all'obbligo di vendere al terzo, viene concessa la possibilità di esercitare la prelazione nei confronti del socio trascinatore e di acquistare da quest'ultimo alle stesse condizioni praticate dal terzo.

Clausole quale quelle di cui si è dato brevemente conto, che nella prassi contemplano molte diverse sfumature, sono state mutate dal diritto anglosassone e calate nella prassi negoziale italiana.

Il loro recepimento rende necessaria un'analisi sistematica la quale non appare essere un inutile esercizio teorico, poiché queste clausole che rispetto al nostro ordinamento si presentano come "aliene"⁽³⁸⁾ vanno sottoposte a un esame di meritevolezza per comprendere se, al di là delle scelte operate nella prassi, le stesse possano avere, una volta per tutte, un diritto di cittadinanza nell'ordinamento italiano, prevenendo così dei contenziosi successivi.

Sotto questo profilo non va infatti dimenticato che le clausole di covendita dapprima vengono inserite negli statuti o negli accordi parasociali, al termine di lunghe e complesse negoziazioni nelle quali le parti sono ben consapevoli – se non altro perché si tratta di operatori del settore con ampia esperienza, assistiti per di più da valenti professionisti – del contenuto delle pattuizioni nonché degli effetti e degli obblighi che da esse discendono, salvo poi invocarne la nullità nel momento in cui si tratta di adempiere agli obblighi consapevolmente assunti.

Emblematico in tal senso è il contenzioso che, in tempi recenti, ha dato origine a un significativo numero di liti e di relative pronunce in materia di clausole contenenti opzioni *put* e *call* per violazione del divieto di patto leonino sancito dall'art. 2265 c.c.⁽³⁹⁾

1.1 La clausola di covendita e il patto di opzione

Secondo una prima interpretazione, seguita anche dalla giurisprudenza, la clausola di covendita (nel caso di specie si trattava di una clausola di trascinamento o *drag along*) può "essere ricostruita come prevedente la concessione da parte del socio di minoranza (promittente) al socio di maggioranza (stipulante) di una <opzione call a favore di terzo> (beneficiario determinabile in ragione della disponibilità ad acquisire con proposta irrevocabile l'intero capitale) sulla partecipazione di minoranza, sospensivamente condizionata dal fatto che lo stipulante riceva un'offerta di acquisto dell'intero capitale sociale e che il promittente non intenda esercitare il diritto di prelazione sulla quota di maggioranza"⁽⁴⁰⁾.

La lettura ora proposta ha trovato il favore anche di una parte della dottrina⁽⁴¹⁾ che inquadra la fattispecie in esame nell'ambito dell'opzione di acquisto a favore

(38) Il riferimento è a una efficace definizione di G. De Nova, *Il contratto alieno*, Torino, 2008.

(39) Sul punto, tra le tante, Trib. Cagliari 19-6-2000, in *Riv. Giur. Sarda*, 2001, 471; Trib. Cagliari 3-4-2008, in *Banca borsa*, 2009, II, 746; Trib. Milano 13-9-2011, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 233; Trib. Milano 6/9-2-2012, in *Società*, 2012, 369; App. Milano 20-10-2014 n. 3764, inedita; Trib. Milano 6-8-2015, in *RDS*, 2015, 499-500; Trib. Firenze 16-7-2015, in *Società*, 2016, 286.

(40) Così Trib. Milano ord. 1-4-2008, in *Giur. comm.*, 2009, II, 1029, *passim*, 1030.

(41) In tal senso C. di Bitonto, cit. a nt. 16, 378, *passim*, 1381-1382 e nt. 20-27.

di terzo, ritenendo che il patto di covendita sia un contratto preparatorio. Tale impostazione ha come riferimento la tesi secondo cui l'opzione costituisce la base di futuri impegni unilaterali o bilaterali in esecuzione dei quali le parti daranno vita a un successivo accordo finale ⁽⁴²⁾.

In particolare, si sostiene che il bene oggetto di opzione è la partecipazione del socio di minoranza (o socio trascinato), mentre il contratto finale che si perfezionerà all'esito dell'esercizio dell'opzione è la compravendita della partecipazione del trascinato.

Quest'ultimo assume il ruolo di colui che concede l'opzione, nonché di promittente ai sensi dell'art. 1411, 2° comma c.c., mentre il socio di maggioranza (o socio trascinate) è lo stipulante ex art. 1411 c.c. e il possibile acquirente delle partecipazioni di minoranza assume la doppia veste giuridica di opzionario e di terzo beneficiario, sempre a mente dell'art. 1411 c.c. ⁽⁴³⁾

La peculiarità della situazione è rappresentata dal fatto che il terzo potenziale acquirente che non è parte dell'opzione acquista il suo diritto non dallo stipulante (trascinate), ma dal promittente.

Ulteriore particolarità della ricostruzione ora rappresentata è che il terzo beneficiario dell'opzione non è determinato da subito, ma viene individuato in un secondo momento, laddove, all'esito della negoziazione del trascinate con il terzo, si appaleserà il soggetto che beneficerà dell'opzione concessa dal socio trascinato, in linea con l'insegnamento di quella dottrina e di quella giurisprudenza secondo cui l'individuazione immediata del terzo beneficiario non è necessaria al momento del perfezionamento del contratto, essendo sufficiente che esso sia individuabile quando si tratterà di adempiere l'obbligazione ⁽⁴⁴⁾.

1.1.1 Covendita e opzione di preliminare a favore di terzo

Su questa ricostruzione si innesta un'altra interpretazione la quale, dopo aver individuato i punti nevralgici della clausola di covendita ⁽⁴⁵⁾, ritiene di poterla con-

(42) Il riferimento è a G. Gabrielli, *Il rapporto giuridico obbligatorio*, Milano, 1974, nonché sempre a G. Gabrielli, *Opzione*, in *Enc., Giur.*, XXI, Roma, 1990, 3.

(43) Sempre C. di Bitonto, cit. a nt. 16, 1381 e nt. 26. La tesi dell'opzione viene sostenuta anche da altra dottrina (L. Rossano, *La natura e la validità della clausola drag along*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 124, *passim*, 134), la quale evidenzia che la clausola di covendita presenta notevoli analogie con l'opzione, poiché il socio di minoranza è vincolato alla vendita laddove socio di maggioranza decida di offrire al terzo acquirente le proprie partecipazioni. Secondo questa interpretazione, in sintonia con quanto osservato da altri Autori, la clausola di covendita è un accordo preparatorio con valenza organizzativa, poiché il contratto di compravendita è l'atto esecutivo della clausola in parola che consente al terzo di acquistare solo se il socio trascinato, a fronte della manifestazione di volontà del trascinate di vendere al terzo non esercita la prelazione. Esercizio della prelazione che, pertanto, deve considerarsi clausola risolutiva del contratto di compravendita con il terzo.

(44) Si veda C. di Bitonto, cit. a nt. 16, 1382, nt. 28.

(45) Ci si riferisce alla lettura suggerita da E. Malimpensa, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 375, *passim*, 384, la quale individua i seguenti punti fondamentali dell'operazione di covendita: "(i) la volontaria concessione di un diritto di opzione ovvero di un diritto di credito a un facere al socio di maggioranza con corrispondente posizione di soggezione ovvero di obbligo del socio di minoranza trascinato; (ii) il conseguente obbligo in capo al socio trascinato di cedere la sua partecipazione al terzo offerente (fatto salvo l'esercizio del diritto di prelazione); (iii) il negozio definitivo di cessione della partecipazione trascinata, direttamente stipulato tra il socio di minoranza e terzo offerente."

figurare come opzione di contratto preliminare a favore di terzo in senso lato (il *pactum de contraendo cum tertio*), poiché in questa maniera si può raggiungere il risultato per cui, con l'esercizio dell'opzione, si conclude automaticamente il contratto preliminare in forza del quale il socio trascinato assume l'impegno di perfezionare il definitivo di vendita delle partecipazioni con il terzo, assumendo così un obbligo coercibile ai sensi dell'art. 2932 c.c. ⁽⁴⁶⁾

Per altro, la dottrina che ha proposto questa lettura non trascura l'esistenza di un inconveniente alla propria ricostruzione, nel momento in cui osserva che laddove il patto di covendita sia inserito in statuto, si attribuisce statutariamente un diritto vero e proprio a un terzo estraneo alla compagine sociale, mentre sarebbe più opportuno mantenere i rapporti tra soci e tra questi ultimi e la società a livello endosocietario ⁽⁴⁷⁾.

Per ovviare a tale inconveniente si ritiene che la clausola, anziché riconoscere un diritto di opzione al socio trascinatore, dia vita a un rapporto tra quest'ultimo e il socio trascinato il cui oggetto è la conclusione della compravendita con il terzo e che possa essere inquadrato nell'ambito del patto con prestazione al terzo.

Adottando questo correttivo non si avrebbe un diritto potestativo del trascinatore, ma solo un obbligo del trascinato nei confronti del trascinatore di perfezionare la vendita con il terzo, conclusione questa che manterrebbe il fenomeno nell'ambito endosocietario in quanto il creditore dell'obbligo a contrarre sarebbe il socio trascinate e non il terzo, con la conseguenza che laddove il trascinato fosse inadempiente, l'azione *ex art. 2932 c.c.* potrebbe essere esercitata dal socio trascinatore e, solo in caso di inerzia di quest'ultimo, in via surrogatoria, dal terzo ⁽⁴⁸⁾.

Tale ultimo correttivo, per altro, appare essere influenzato dalla posizione della dottrina che nella clausola in questione vede un obbligo preliminare assunto dal socio trascinato a concludere un contratto definitivo con soggetto terzo e un prezzo da determinare *per relationem*. Dall'assunzione di questo obbligo trae vantaggio il socio trascinate, che nei rapporti con il terzo può spendere l'esistenza del vincolo assunto ora per allora dal trascinato, il quale è obbligato a cooperare affinché si concluda il contratto con il terzo ⁽⁴⁹⁾.

1.1.2 Critica alla tesi della clausola di covendita come opzione

Il tentativo di inquadrare la covendita nell'ambito dell'opzione è stato sottoposto a severa critica da parte di chi ha giudicato tale assimilazione “*totalmente inconferente rispetto sia agli elementi giuridici degli istituti, sia con riguardo alla reale funzione che la clausola di trascinamento vuole perseguire*” ⁽⁵⁰⁾.

Si è osservato che caratteristica imprescindibile dell'opzione a favore del terzo è la revocabilità dell'opzione da parte dello stipulante (il socio trascinatore) e che

(46) Così E. Malimpensa, cit. a nt. 45, 384-385.

(47) Ancora, E. Malimpensa, cit. a nt. 45, 385.

(48) E. Malimpensa, cit. a nt. 45, 385.

(49) Così C. F. Giampaolino, cit. a nt. 10, 532.

(50) Testualmente, D. Scarpa, *Clausole di trascinamento di partecipazioni societaria tra struttura e limiti*, in *Giust. civ.*, 2013, II, 41, *passim*, 45.

nella covendita una simile possibilità viene esclusa *a priori*, anche perché contemplarla implicherebbe frustrare l'obiettivo e la *ratio* del trascinamento.

In maniera critica rispetto alla riconducibilità del patto di covendita nell'alveo dell'opzione si è espressa anche la giurisprudenza arbitrale ⁽⁵¹⁾, la quale ha osservato che a questa possibile configurazione osta la posizione del terzo che assumerà il ruolo di acquirente delle azioni del socio di maggioranza e beneficiario dell'opzione rilasciata dal socio di minoranza.

Nel lodo arbitrale in questione, l'Arbitro Unico, dopo aver ricostruito i caposaldi dell'opzione e aver evidenziato che essa si caratterizza per la presenza di due rapporti contrattuali distinti, ma collegati tra loro (il primo il forza del quale un soggetto – l'unico a essere obbligato – concede l'opzione a beneficio di un terzo, che diventa titolare di un diritto potestativo per cui può decidere se e quando vincolarsi verso il concedente l'opzione e il secondo rapporto, che si sostituisce al primo e sorge nel momento in cui il beneficiario esercita l'opzione, perfezionando così il secondo contratto), ritiene che il patto di covendita non possa essere sussunto nell'ambito del paradigma così configurato.

Infatti, nel patto di covendita il vincolo che assume il socio trascinato è un impegno *in incertam personam*, in quanto il terzo acquirente sarà individuato solo in un secondo momento da parte del socio trascinate.

E la possibilità di configurare un'opzione *in incertam personam* trova un ostacolo insormontabile sia nella tipicità delle promesse unilaterali sancite dall'art. 1987 c.c., sia nel fatto che, anche laddove si volessero ammettere le promesse unilaterali atipiche, non si riuscirebbe a individuare la causa sottesa all'impegno assunto dal socio trascinato e a spiegare soprattutto perché una clausola del contratto di società, anziché vincolare, come normale, i soci tra loro, dovrebbe dare origine a un vincolo negoziale tra un socio e un terzo che non è assolutamente determinato.

Una simile impostazione – prosegue il lodo arbitrale – non potrebbe essere superata neppure argomentando dal fatto che il contratto di società è un contratto aperto che legittima la costituzione di un'opzione del socio di minoranza (trascinato) a favore del terzo da individuare.

La natura aperta del contratto di società, invero, va letta nel senso che è la società (nella veste di contraente ceduto) ad accettare che sin dall'inizio la propria compagine subisca dei mutamenti, acconsentendo all'ingresso del terzo, ma il beneficio verso il terzo esiste in forza di un contratto concluso tra contraenti "certi" e non anche perché sia stata riconosciuta un'opzione *in incertam personam* al futuro acquirente.

Nell'alveo dell'opzione, sempre secondo il lodo arbitrale del quale si è dato conto, la clausola di covendita non può essere ricondotta neppure qualora si costruisse la fattispecie in termine di opzione concessa dal trascinato al trascinate e sottoposta alla condizione di un contratto di vendita tra quest'ultimo e il terzo.

(51) Lodo arbitrale 29-7-2008 – Arbitro Unico prof. avv. Alberto Mazzoni, in *Banca borsa*, 2009, II, 493, *passim*, 508-509.

Se è vero, infatti, che in tal caso si supererebbe il limite rappresentato dall'opzione *in incertam personam*, sorgerebbe un altro problema rappresentato dal fatto che il terzo avrebbe la possibilità di determinare liberamente ed *ex post* il contenuto del contratto oggetto di opzione, in contrasto con il principio per cui il contenuto del contratto opzionato deve essere predeterminato.

1.1.3 Critica alla tesi della covendita come preliminare a favore di terzo

Sempre la stessa giurisprudenza arbitrale ha visto con sfavore la costruzione della quale si è dato conto nelle pagine che precedono sulla riconducibilità della covendita nell'ambito del preliminare a favore di un terzo.

Infatti, pur riconoscendosi l'ammissibilità della conclusione tra soci di una stessa società di un accordo che contempra l'impegno di eseguire prestazioni a favore di una terzo non identificato al momento della conclusione, ma che sarà individuato in un secondo tempo, si rileva che *"non può esservi contratto di terzo se il terzo, anziché essere mero beneficiario della prestazione dovuta dal promittente e <divertita> verso la sua sfera per volontà ed interesse dello stipulante, è tenuto anch'egli (terzo) a contro-prestare, cioè ad eseguire lui stesso come debitore una prestazione corrispettiva a quella a lui rivolta come creditore-beneficiario"*⁽⁵²⁾.

1.2 La clausola di covendita e il contratto per persona da nominare

A parere di altra dottrina la clausola di covendita andrebbe inquadrata nell'ambito del contratto per persona da nominare di cui all'art. 1401 c.c.⁽⁵³⁾

In particolare, il socio trascinatore sarebbe lo stipulante, poiché è colui che individua il terzo esterno che subentrerà nella compravendita delle partecipazioni societarie.

Secondo la prospettazione in esame la comunicazione con la quale il socio trascinatore mette in moto il meccanismo del trascinamento, comunicando l'offerta ricevuta dal terzo e informando il socio trascinato di potere esercitare il diritto di prelazione a fronte dell'offerta del terzo, concretizzerebbe la cosiddetta *electio amici* del terzo contemplata dall'art. 1402 c.c. il quale, a propria volta, in forza dell'offerta di acquistare sia la partecipazione del trascinatore, sia quella del trascinato accetterebbe formalmente la nomina a mente dell'art. 1403 c.c.

Questa tesi, che a quanto consta è rimasta isolata, è stata oggetto di numerose critiche.

In senso contrario, infatti, si è osservato che il contratto per persona da nominare prevede l'ipotesi della nomina solo come momento eventuale, poiché lo stipulante non necessariamente deve nominare il terzo e, pertanto, può continuare a mantenere la veste di parte contrattuale.

(52) Lodo arbitrale, cit., 510.

(53) La tesi è di D. Proverbio, cit. a nt. 37, 72-73.

Per converso, nell'ambito di una clausola di covendita, il socio trascinatoro mantiene sempre il ruolo di venditore e non acquista mai la posizione di acquirente della partecipazione del socio trascinato.

In altri termini, nell'ambito della clausola di *drag along*, non vi la possibilità che non si pervenga alla compravendita con il terzo, poiché egli assume il ruolo di acquirente delle partecipazioni del trascinato, con la conseguenza che il patto di covendita non potrebbe essere assimilato a un contratto per persona da nominare, ma semmai a un contratto per conto di chi spetta, laddove lo stipulante dichiara di contrarre per un soggetto che sarà identificato in un secondo momento ⁽⁵⁴⁾.

Nello stesso senso si è osservato che il tentativo di inquadrare la fattispecie nell'ambito del contratto per persona da nominare incontra non solo il limite della revocabilità dell'opzione previsto nella fattispecie codicistica, ma anche il fatto che il patto di covendita non costituisce diritti a favore del terzo, poiché colui che intende uscire è il socio trascinatoro ed è sempre quest'ultimo ad essere titolare del diritto di reperire il terzo al quale sia egli stesso, sia il trascinato sono obbligati a vendere senza che, però, il terzo diventi titolare di uno speculare obbligo di acquisto ⁽⁵⁵⁾.

1.3 La clausola di covendita e il contratto di mandato

La più volte citata giurisprudenza arbitrale ritiene che la clausola di covendita possa essere ricondotta nell'ambito dello schema del mandato a vendere e, più specificamente, nell'alveo del mandato in *rem propriam*, poiché il mandato viene conferito dal socio trascinato anche nell'interesse del socio trascinatoro che, nella sua veste di socio finanziario, ha interesse, decorso un determinato periodo dall'effettuazione del proprio investimento, a monetizzare il valore della partecipazione a suo tempo acquisita.

La riconducibilità al mandato a vendere, infatti, da una lato consente di attribuire – sempre secondo lo stesso Lodo – “*un senso concreto e giuridicamente realizzabile a un patto che, se assunto concettualmente sotto la fattispecie dell'opzione o del contratto a favore di terzo, non avrebbe possibilità di ricevere tutela giuridica e/o esecuzione*”, e dall'altro, mediante la flessibilità della disciplina del mandato, facilita l'applicabilità a tutti i contesti nei quali vi è la gestione di un affare altrui ⁽⁵⁶⁾.

La clausola di covendita, in particolare, conterrebbe non un mandato nel quale sono già prestabiliti tutti gli elementi del negozio gestorio, bensì un mandato che attribuisce al socio trascinatoro (mandatario) sia l'incarico di reperire il compratore, sia di contrattare con il terzo al meglio anche nell'interesse del trascinato, rispetto al quale il mandatario ha l'obbligo di negoziare delle condizioni di vendita identiche alle sue.

Per altro, anche al fine di superare una possibile eccezione di nullità del mandato per indeterminatezza dell'oggetto dell'incarico, si osserva che l'incarico con-

(54) Le osservazioni critiche in relazione alla ricostruzione della covendita come contratto per persona da nominare sono di C. di Bitonto, cit. a nt. 16, 1382.

(55) In tal senso sempre C. F. Giampaolino, cit. a nt. 10, 532.

(56) Così ancora Lodo, cit., 511.

ferito dal socio trascinato al socio trascinatore è assimilabile al mandato ad amministrare un patrimonio.

E rispetto a tale fattispecie è palese come non sia possibile predeterminare il contenuto di tutte le future operazioni d'investimento, sicché l'oggetto del mandato si concretizza nell'operare in maniera diligente e in buona fede per conseguire l'obiettivo (reperimento di un acquirente cui vendere le partecipazioni sia del trascinatore, sia del trascinato al medesimo prezzo, così da tutelare sia l'interesse del mandante, sia quello del mandatario).

In definitiva, il patto di covendita contiene un mandato a contenuto ampio, i cui limiti sono rappresentati dalla buona fede e dalla diligenza.

Il mandato in questione, per altro, laddove manchi una procura che attribuisca al mandatario anche il potere di rappresentanza del mandante, lo si ritiene produrre solo effetti obbligatori, con la conseguenza che il mandatario, in assenza di specifico conferimento di rappresentanza, non potrà mai alienare la partecipazione del mandante, con la conseguenza che, in caso di inadempimento da parte del mandatario, non vi è il rischio che il mandante perda la titolarità della partecipazione, ma subirà un danno che potrà essere oggetto di pretesa risarcitoria⁽⁵⁷⁾.

1.3.1 Critica (parziale) alla tesi del patto di con vendita come mandato

Con riferimento alla tesi secondo cui il patto di covendita sarebbe riconducibile al mandato a vendere è stato osservato che, pur ravvisandosi i tratti di tale istituto, il socio di maggioranza non ha il potere di vendere la partecipazione del socio di minoranza, il cui intervento è sempre necessario⁽⁵⁸⁾.

Parzialmente critica è anche la posizione di chi, pur riconoscendo che la clausola in questione ha i caratteri del mandato per quanto concerne la fase dell'esecuzione, con riferimento alla fase in cui il socio trascinatore si occupa di coordinare le cessioni dell'interesse anche dei trascinati (ovvero addirittura come loro mandatario) ritiene che la stessa andrebbe ricostruita più in termini di una relazione di soggezione di chi è obbligato nei confronti del socio che vuole vendere⁽⁵⁹⁾.

Si specifica in proposito che, avendo la clausola lo scopo di vincolare il socio di minoranza alla vendita delle proprie partecipazioni alle condizioni pattuite dal socio di maggioranza, andrebbe escluso l'obbligo (al quale faceva riferimento al giurisprudenza arbitrale citata) di curare l'interesse dell'obbligato alla covendita a massimizzare il prezzo della cessione.

In definitiva, a parere di questa dottrina, pur potendo essere ricostruita la clausola in termini di contratto misto nel quale sono presenti gli elementi del mandato, la prospettazione più corretta appare essere quella di un scambio tra obbligo di covendita e diritto di seguito⁽⁶⁰⁾.

(57) Queste considerazioni sono ancora tratte dal Lodo, cit., 512-513. Sulla ricostruzione del rapporto in termini di mandato si veda anche P. Divizia, cit. a nt. 1, 71-72.

(58) Così E. Malimpensa, cit. a nt. 45, 383.

(59) In tal senso C. F. Giampaolino, cit. a nt. 10, 535.

(60) In tal senso ancora C. F. Giampaolino, cit. a nt. 10, 535, cui aderisce L. Rossano, cit. a nt. 43, 132.

1.4 La clausola di covendita: considerazioni conclusive

Dopo aver ricostruito le varie posizioni che sono state assunte dalla dottrina e dalla giurisprudenza che hanno affrontato il tema della natura delle clausole di covendita, possono essere svolte le seguenti considerazioni.

Tra le varie soluzioni prospettate sia in dottrina, sia in giurisprudenza, appare preferibile quella che riconduce il patto di covendita nell'ambito del mandato a vendere.

A ben vedere, infatti, il socio trascinato, nel momento in cui accetta che il socio trascinatore reperisca un terzo disposto ad acquistare la partecipazione di quest'ultimo e si impegna anch'egli a vendere alle medesime condizioni, ha conferito un mandato implicito, ma inequivoco, al socio di maggioranza.

Il trascinato, invero, obbligandosi a vendere al terzo alle condizioni negoziate da questi con il socio di maggioranza ha delegato, di fatto, al medesimo la cura del proprio interesse a reperire un acquirente.

Un argomento a favore della lettura che qui si ritiene essere la più plausibile trova conforto anche nella disciplina della gestione di affari altrui di cui all'art. 2028 c.c. e seguenti.

In particolare, l'art. 2031 c.c. sancisce il principio per cui l'interessato (assimilabile al mandante, con la piena consapevolezza che nel caso della gestione di affari altrui non vi è un incarico neppure implicito, giacchè presuppone l'assunzione dell'affare senza la sussistenza di alcun obbligo – cfr. art. 2028 c.c.), qualora la gestione sia stata utilmente iniziata, deve adempiere le obbligazioni che il gestore ha assunto in nome di lui.

Queste norme evidenziano che l'obbligo di adempiere in capo a un soggetto i cui affari siano gestiti da un terzo senza che quest'ultimo vi sia obbligato, sorge per il semplice fatto che la gestione del terzo sia stata utilmente iniziata, anche in assenza di un incarico o di un impegno assunto da parte del soggetto beneficiario.

Se a ciò si aggiunge che l'art. 2030 c.c. stabilisce che il gestore è soggetto alle stesse obbligazioni che deriverebbero dal mandato, appare ragionevole pervenire alla conclusione che il legislatore mostra un favore per lo schema del mandato come istituto dai contorni sufficientemente ampi e connotato da una notevole duttilità, per ricondurvi tutte quelle situazioni di fatto in cui un soggetto, sia in presenza di un incarico, sia in assenza di esso, e tanto in maniera esplicita quanto in maniera implicita, delega ad altri la cura e la gestione dei propri interessi.

D'altro canto, il socio trascinato che si impegna a vendere a un terzo alle stesse condizioni che con quest'ultimo sono state negoziate dal trascinatore, ha in maniera implicita conferito a esso l'incarico di trovare un venditore della propria partecipazione, attribuendogli ogni più ampia facoltà di pattuire le condizioni di questa vendita.

Né in senso contrario appare convincente la tesi di chi sostiene che il mandato, in mancanza di una procura a rappresentare, produce solo effetti obbligatori e deve essere considerato irrevocabile in quanto conferito solo nell'interesse del mandata-

rio, sicchè potrebbe apparire velleitario utilizzare i consueti schemi per inquadrare la clausola di trascinamento.

Essa, infatti, in ragione del suo carattere innovativo e atipico, andrebbe ricondotta nel novero delle scelte previste in statuto o nei patti parasociali a scopo organizzativo, dalle quali discendono situazioni soggettive attive a beneficio di alcuni soci cui corrispondono specifici doveri a carico di altri soci ⁽⁶¹⁾.

Questa lettura non persuade, poiché affermare che la clausola ha funzione organizzativa significa fermarsi a una semplice descrizione – ancorché condivisibile – di una situazione di fatto.

Non appare dubitabile, infatti, che i patti di covendita rispondano a una simile funzione, poiché perseguono l'obiettivo di disciplinare l'uscita dalla società del socio di maggioranza dopo un certo periodo di tempo, consentendo anche al minoritario di usufruire del premio che l'essere "agganciati" al socio maggioritario consente di ottenere.

Tuttavia, l'individuazione dell'obiettivo che tali clausole perseguono non sembra ancora sufficiente a inquadrare il fenomeno a livello giuridico, né una simile esigenza appare essere soddisfatta nel momento in cui si afferma che nell'ambito del perseguimento del predetto obiettivo, le clausole in parole prevedono il sorgere di situazioni soggettive a favore di alcuni soci cui corrispondono posizioni di soggezione e obblighi a carico di altri componenti al compagine societaria.

Il punto nodale, infatti, è quello di individuare la natura di questi obblighi, obiettivo che non appare essere ozioso o meramente speculativo, dal momento che esso costituisce il presupposto per esaminare ulteriori rilevanti questioni, quali quelle della meritevolezza e della validità di simili clausole.

Dopo questa considerazione, anche di metodo, si può affermare che non appaiono decisivi i rilievi sopra ricordati al fine di escludere la clausola nell'alveo del mandato a vendere.

L'assenza di una procura che conferisca la rappresentanza e, dunque, la sola natura obbligatoria del mandato non pare limitarne la coercibilità e l'efficacia, dal momento che la previsione di alcuni accorgimenti negoziali, come ad esempio l'inserimento di una penale – pari al prezzo offerto dal terzo che il socio trascinato dovrà pagare al trascinatore ove si rifiuti di vendere – consentono di garantire una sufficiente tutela in caso di inadempimento.

Parimenti, non sembra di ostacolo la ricostruzione del patto in termini di mandato anche nell'interesse del mandatario, poiché la non revocabilità costituisce una ulteriore e razionale forma di tutela per il trascinatore.

D'altro canto, la irrevocabilità del mandato (che si concretizza nell'illegittimità del trascinato di rifiutare la vendita salvo esercizio da parte sua della prelazione) costituisce la logica controprestazione cui il trascinato è tenuto a fronte della possibilità di poter vendere alle stesse condizioni che il terzo propone al socio di mag-

(61) In tal senso D. Scarpa, cit. a nt. 50, 47-48.

gioranza e che il socio di minoranza non sarebbe in grado di ottenere in caso di vendita individuale ⁽⁶²⁾.

2. Meritevolezza della clausola

Trattandosi di clausola atipica, dopo aver cercato di individuarne la natura e la assimilabilità/riconducibilità ad altri istituti del nostro ordinamento, un ulteriore profilo oggetto di doverosa attenzione è quello relativo alla meritevolezza *ex art.* 1322 c.c.

Per affrontare tale aspetto non si può prescindere dall'obiettivo e dalla finalità della clausola.

Rinviando a quanto ampiamente evidenziato sul punto nel primo capitolo (cfr. *supra*), in questa sede è sufficiente richiamare quanto detto in ordine alla finalità organizzativa della clausola in questione e al fatto che essa rappresenta uno degli strumenti giuridici solitamente utilizzati nell'ambito delle acquisizioni da parte di soggetti che investono nelle società per un periodo limitato e che, pertanto, hanno interesse e necessità di smobilizzare il proprio investimento.

Appare, dunque, condivisibile quanto statuito dalla giurisprudenza che si è occupata della questione, osservando che il patto di covendita *“rappresenta la ricezione a livello statutario (con conseguente efficacia reale) di un patto parasociale volto a disciplinare la circolazione delle partecipazioni azionarie, in forza del quale l'azionista di maggioranza vede garantita la possibilità di valorizzare il suo investimento nella partecipazione di maggioranza della società attraverso la previsione dell'obbligo dell'azionista di minoranza di cedere anche la sua partecipazione al terzo che intenda acquistare l'intero capitale sociale, salvo l'esercizio del diritto di prelazione sulla quota di maggioranza allo stesso prezzo e alle stesse condizioni offerte dal terzo... L'interesse alla base di una siffatta clausola è, quindi, chiaramente ed anzitutto l'interesse del socio a non vedere pregiudicato il suo diritto di disinvestimento dalla difficoltà di trovare un compratore disposto a rilevare solo una quota dell'azionariato, per quanto questa sia di maggioranza, per esempio, perché sussistono dei quorum assembleari particolarmente rafforzati su certe materie. Può però anche rispondere ad un interesse sociale nella misura in cui mira anche a disinnescare a priori la conflittualità interna alla società che potrebbe essere alimentata dal peso in concreto della quota di minoranza e da un possibile abuso del potere di controllo, e quindi, a garantire l'omogeneità della compagne sociale e la coesione dei soci”* ⁽⁶³⁾.

(62) Perplessità nel ricondurre la clausole in esame nell'alveo del mandato sono formulate da M. Maltoni, cit. a nt. 25, 441-442, il quale osserva che mentre nel mandato il mandatario è gravato da un obbligo di agire, nel patto di *drag along* non può essere attribuito tale ruolo al soggetto che ha il diritto di *“trascinare”*, poiché costui è titolare solo di una posizione attiva e non anche di una posizione passiva. Questo Autore rileva, inoltre, che se, da un lato, il problema sollevato possa essere superato prospettando un interesse del mandatario, dall'altro permangono forti incertezze, poiché la figura è carente di una disciplina positiva ed è di difficile costruzione sia a livello teorico, sia a livello pratico. E sulla scorta di queste considerazioni cui si aggiungono i rilievi inerenti alla difficoltà di inquadrare la clausola di *drag along* nell'ambito di altri istituti codicistici (patto di opzione, promessa del fatto del terzo contratto a favore del terzo, contratto per conto di chi spetta, contratto per persona da nominare – *passim*, 435-440), ritiene che tutte le soluzioni suggerite debbano essere considerate, per un motivo o per l'altro inidonee, con la conseguenza che sia *“più efficiente limitarsi a dare atto che il patto di drag along (o bring along) è elaborato sulla base delle prassi di ordinamenti diversi e deve essere accolto come atipico seppur meritevole di tutela ex art. 1322, evitando di ascrivergli effetti incompatibili con la disciplina domestica”*. Sulla questione della qualificazione si veda anche D. Maffei, *Sale and purchase agreement: clausole aliene di drag along e tag along, di prelazione di gradimento*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, fasc. 12, 1-4.

(63) Trib. Milano ord. 1-4-2008, cit., 1032.

Si può quindi affermare che il patto di covendita se da un lato rappresenta una clausola limitativa della circolazione delle azioni, poiché pone un vincolo a carico del socio di minoranza che è obbligato a vendere, salvo l'esercizio del diritto di prelazione, dall'altro risponde in qualche maniera anche a esigenze di natura societaria.

Così individuati gli obiettivi e gli interessi sottesi, pare che alla domanda circa la meritevolezza della clausola in esame possa fornirsi risposta positiva.

A favore di questa conclusione depone anche l'espressa previsione contenuta nell'art. 2355 *bis* c.c. che legittima la previsione statutaria di clausole che limitino la circolazione delle azioni (clausole di prelazione, clausole di gradimento), arrivando addirittura a prevedere che per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società possa anche essere vietato il trasferimento dei titoli azionari.

In questo caso il legislatore ha considerato legittima la compressione – e addirittura l'esclusione – del principio della libertà di circolazione dei titoli azionari in nome di un interesse a volte dei singoli soci, a volte anche della società.

È chiaro, infatti, che una clausola di prelazione o una clausola di gradimento rispondano prevalentemente a un interesse individuale di coloro che sono soci, poiché sono finalizzate a evitare che della compagine sociale entrino a far parte soggetti estranei o non graditi.

Per converso, la clausola che contempla l'obbligo di intrasferibilità assoluta, seppur per un periodo limitato a far data dalla costituzione della società, può anche rispondere a interesse dell'ente a far sì che l'azionariato si compatti e si consolidi nel tempo, specialmente quando l'attività della società necessita di investimenti iniziali importanti, che devono protrarsi per un periodo di tempo piuttosto lungo e che necessitano di una compagine stabile la quale “creda” nella scelta compiuta, poiché i risultati della stessa non giungeranno in termini brevi e potrebbero essere compromessi da continui cambi di azionariato.

Tuttavia, nel momento in cui si sostiene che la clausola di covendita sia meritevole di tutela a mente dell'art. 1322 c.c. e si argomenta a favore di tale conclusione prendendo spunto dall'art. 2355 *bis* c.c., occorre avere piena consapevolezza del fatto che quest'ultima norma prevede dei correttivi e dei bilanciamenti nell'ipotesi in cui vi siano delle clausole che possano rendere un socio “prigioniero” della propria partecipazione.

Ad esempio, il 2° comma dell'art. 2355 *bis* c.c. stabilisce che laddove vi siano delle clausole di mero gradimento, al socio che intende vendere in presenza di un mancato gradimento sul potenziale acquirente deve essere riconosciuto il diritto di recesso o l'obbligo di acquisto delle azioni da parte della società con una determinazione del valore della partecipazione, sia rispetto al valore della partecipazione in caso di recesso, sia rispetto al prezzo di acquisto in caso vendita alla società, sulla base dei criteri previsti dall'art. 2437 *ter* c.c.

Appare, pertanto, ragionevole affermare che la clausola di covendita in linea di principio possa essere ritenuta meritevole di tutela, poiché gli interessi che intende perseguire non sono astrattamente illeciti o contrari a principi di ordine pubblico,

in linea con l'orientamento giurisprudenziale secondo il quale la valutazione circa la sussistenza della meritevolezza va condotta tenendo presente i superiori principi contenuti nella Costituzione⁽⁶⁴⁾.

Tuttavia, la valutazione di meritevolezza, non può prescindere dalla causa concreta della clausola oggetto di analisi, come ricordato anche dalla Cassazione⁽⁶⁵⁾.

In altri termini, pare di poter affermare che la meritevolezza vada verificata avendo riguardo per la causa concreta⁽⁶⁶⁾ del patto di covendita nella singole situazioni e per il suo effettivo dispiegarsi nel singolo caso⁽⁶⁷⁾.

Nonostante questa scelta, come evidenziato da una parte della dottrina, resta piuttosto labile il confine tra giudizio di meritevolezza e giudizio di liceità⁽⁶⁸⁾, appare ragionevole adottare il criterio sopra enunciato, anche per evitare astratte valutazioni che appaiono porsi in ontologico contrasto con lo stesso concetto di meritevolezza.

In altri termini, un patto di covendita che, come detto, in linea di principio può essere ritenuto meritevole della protezione dell'ordinamento giuridico, nel suo effettivo utilizzo, al contrario, potrebbe non meritare tutela poiché gli interessi reali che esso intende tutelare configgono con i principi dell'ordinamento.

D'altro canto, è lo stesso ricorso al parametro della causa concreta a rendere sottile il confine tra meritevolezza e liceità, giacché laddove una clausola di covendita, come si evidenzierà nel paragrafo successivo, viene utilizzata per conseguire effetti distorti rispetto all'obiettivo per il quale viene inserita in uno statuto o in

(64) Cass., 19-6-2009, n. 14343, in *Mass. Giust. civ.*, 2009, 6, 948, la quale ha statuito che *“I controlli insiti nell'ordinamento positivo relativi all'esplicazione dell'autonomia negoziale, coincidenti con la meritevolezza di tutela degli interessi regolati convenzionalmente e con la liceità della causa, devono essere in ogni caso parametrati ai superiori valori costituzionali”*.

(65) In tal senso Cass. 1-4-2011, n. 7557, in *Guida Dir.*, 2011, 23, 72, secondo la quale *“La causa concreta costituisce uno degli elementi essenziali del negozio, alla cui stregua va valutata la conformità alla legge dell'attività negoziale effettivamente posta in essere, in riscontro della liceità (ai sensi dell'art. 1343 c.c.) e per i contratti atipici della meritevolezza degli interessi perseguiti dalle parti, ai sensi dell'art. 1322 c.c.”*

(66) La rilevanza della causa concreta è stata affermata per la prima volta da Cass. s.u. 8-5-2006, n. 10490, in *Riv. not.*, 2007, 180, la quale ha statuito che *“La causa di un contratto non è la sua funzione economico-sociale, che si cristallizzerebbe per ogni contratto tipizzato dal legislatore (ciò che non spiegherebbe, a tacer d'altro, come un contratto tipico possa avere una causa illecita), ma è la sintesi degli interessi reali che il singolo, specifico contratto posto in essere è diretto a realizzare (c.d. causa in concreto)”*. Tale insegnamento si è consolidato con le successive pronunce di Cass. s.u. 11-11-2007, n. 26972, in *Riv. dir. comm.*, 2009, II, 43 (*“L'individuazione, in relazione alla specifica ipotesi contrattuale, degli interessi compresi nell'area del contratto che, oltre a quelli a contenuto patrimoniale, presentino carattere non patrimoniale, va condotta accertando la causa concreta del negozio, da intendersi come sintesi degli interessi reali che il contratto stesso è diretto a realizzare, al di là del modello, anche tipico, adoperato; sintesi, e dunque ragione concreta, della dinamica contrattuale”*), nonché di Cass. 12-11-2009, n. 23941, in *Guida Dir.*, 2009, 50, 55 (*“Causa del contratto è lo scopo pratico del negozio, la sintesi, cioè, degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare (c.d. causa concreta), quale funzione individuale della singola e specifica negoziazione, al di là del modello astratto utilizzato”*).

(67) Il giudizio di meritevolezza condotto sulla base della causa concreta e tenendo presente i principi costituzionali è stato criticato da chi ritiene che *“l'interpretazione costituzionalmente orientata del giudizio di meritevolezza si pone in contrasto con il principio di separazione dei poteri in special modo giacché la valutazione circa il rispetto dei limiti dell'autonomia privata spetta esclusivamente al legislatore. L'altra rilevante aporia portata dall'interpretazione in discorso è invece interna al sindacato contrattuale. Ed invero, le pronunce che hanno aderito all'impostazione fondata sul referente costituzionale pur declamando ex professo il ricorso all'art. 1322 comma 2, quale criterio di valutazione, finiscono in realtà per effettuare un giudizio sulla liceità del contratto”* (Così, G. Morandini, *Molte ombre e poche luci intorno al sindacato giudiziale sul contratto ex art. 1322, comma 2 c.c.*, in *Contratti*, 2016, 300, *passim*, 302).

(68) Cfr. G. Morandini, cit. a nt. 67.

accordo parasociale si connota per un profilo di contrarietà all'ordinamento e, quindi, di illegittimità che non la rende più meritevole di protezione.

Per altro, se il giudizio di meritevolezza va condotto avendo come termine di confronto l'ordinamento giuridico (cfr. art. 1322, 2° comma c.c.), va da sé che siffatta analisi non potrà mai prescindere da un esame sulla liceità non tanto del patto di covendita in termini astratti, bensì dell'utilizzo che le parti ne hanno fatto.

In altri termini e conclusivamente pare di poter affermare che il giudizio di meritevolezza sulle clausole di covendita, per consentire un corretto bilanciamento tra l'utilizzo di questa clausola atipica che risponda a una esigenza concreta della pratica degli affari e un uso teso a perseguire finalità ultronee rispetto a quelle sopra enunciate, va effettuato avendo riguardo al singolo caso sulla scorta dei comportamenti delle parti e dell'utilizzo che le stesse hanno fatto della clausola in questione.

3. Validità della clausola o solo inadempimento per illegittimità dei comportamenti?

Il sottile confine tra meritevolezza e liceità di cui si è discusso nel paragrafo che precede e, forse, anche la complementarità tra i due concetti consente di prendere le mosse per svolgere alcune considerazioni sulla validità di tali patti, rinviando al successivo cap. 4 (cfr. *infra*) per l'analisi delle questioni inerenti l'equa valorizzazione della partecipazione del soggetto trascinato.

In questa sede pare opportuno prendere spunto da quella giurisprudenza che, nel sancire la invalidità dei patti di covendita, ha osservato che ai fini della valutazione di liceità dei medesimi sia irrilevante la circostanza che una siffatta pattuizione sia stata inserita all'unanimità nell'ambito di uno statuto o sia il frutto di un accordo negoziale nell'ambito di un patto parasociale e, dunque, sia frutto della condivisione di tutti i contraenti, poiché essa concretizza una forma di espropriazione della partecipazione in danno del socio di minoranza in contrasto con principi costituzionalmente garantiti, che può essere tollerata solo laddove la partecipazione del socio di minoranza benefici di una giusta valorizzazione, giacché, diversamente opinando, si attribuirebbe al socio trascinate il potere di escludere a proprio piacimento quello di minoranza ⁽⁶⁹⁾.

A fronte di questa rigida posizione giurisprudenziale, si è osservato che sarebbe necessario, a fini del giudizio di meritevolezza – ma, aggiungiamo noi, anche di quello di legittimità – operare una contestualizzazione della clausola con la conseguenza che, laddove inserita in uno statuto, in ragione della sua opponibilità *erga omnes*, le valutazioni in questione non potrebbero esimersi dal prendere come parametri i principi enunciati dagli artt. 24 e 42 Cost., mentre ove inserita in un accordo parasociale “*si potrebbe sostenere che, attesi i principi di autoresponsabilità e di libera disponibilità delle proprie posizioni patrimoniali e di risarcibilità del danno arrecato ai soci, l’inserimento di clausole di trascinato non violi i principi di cui in precedenza*” ⁽⁷⁰⁾.

(69) In tal senso Trib. Milano ord. 1-4-2008, cit., 1032.

(70) D. Scarpa, cit. a nt. 50, 51.

Rispetto a tale posizione, senz'altro apprezzabile perché cerca di contemperare l'esigenza di rispettare principi costituzionalmente sanciti con le esigenze della prassi e soprattutto con le scelte poste in essere volontariamente dalle parti di un accordo parasociale, parrebbe opportuno compiere uno sforzo ulteriore, esaminando la questione da un altro angolo prospettico.

Infatti, anche rispetto alla posizione mediana ora riportata potrebbe sollevarsi l'obiezione per cui se la valutazione in ordine alla liceità va condotta sulla base di principi costituzionalmente sanciti, che il patto di covendita si trovi nell'ambito di uno statuto o che si trovi nell'ambito di un patto parasociale potrebbe non avere una rilevanza decisiva, poiché i principi della Costituzione hanno logicamente valenza e forza superiore rispetto a qualsiasi clausola negoziale e, di recente, sia presso i giudici di legittimità, sia presso le corti di merito si è consolidato l'orientamento secondo cui le valutazioni sulla validità dei contratti o di singole clausole vengono condotte anche alla luce dei principi costituzionali ⁽⁷¹⁾.

Modificando l'angolo prospettico, la questione della validità andrebbe affrontata avendo riguardo per l'utilizzo che della clausola viene fatto, con la conseguenza che la illiceità della stessa andrebbe predicata in tutte quelle situazioni in cui il socio di maggioranza/trascinatore ha utilizzato la pattuizione operando in contrasto con il dovere di buona fede e correttezza e, pertanto, si è avvalso della medesima non per tutelare il proprio diritto al disinvestimento, ma lo ha fatto arrecando volontariamente un pregiudizio al socio/trascinato.

Una ipotesi potrebbe essere quella del socio di maggioranza che, nel reperire il terzo al quale vendere la propria partecipazione e al quale anche il minoritario dovrà alienare, negozia con un soggetto controllato, collegato o sul quale è in grado di esercitare un'influenza cosicché la negoziazione risulti essere falsata al solo fine di individuare un prezzo al ribasso.

In questa maniera se è vero che il socio di maggioranza venderà a un corrispettivo lontano dal valore effettivo della partecipazione, in ragione dei vincoli che lo legano al terzo avrà di fatto mantenuto il controllo della società senza subire una perdita effettiva di valore, mentre il socio trascinato, obbligato a vendere un prezzo sottostimato, subirà un nocumento ⁽⁷²⁾.

In una simile circostanza, il comportamento dovrà essere censurato, precisando, però, che il giudizio di negatività non si appunta nei confronti della clausola in maniera astratta, bensì sull'utilizzo della stessa.

(71) Cass. 19-6-2009, n. 14343, in. Mass. Giust. civ., 2009, 948: *“I controlli insiti nell’ordinamento positivo relativi all’esplicazione dell’autonomia negoziale, coincidenti con la meritevolezza di tutela degli interessi regolati convenzionalmente e con la liceità della causa, devono essere in ogni caso parametrati ai superiori valori costituzionali previsti a garanzia degli specifici interessi, ivi compreso quello contemplato dall’art. 2 Cost. (che tutela i diritti involabili dell’uomo e impone l’adempimento dei doveri inderogabili di solidarietà) è pertanto nulla la clausola di un contratto di locazione nella quale, oltre alla previsione del divieto di sublocazione, sia contenuto il riferimento al divieto di ospitalità non temporanea di persone estranee al nucleo familiare anagrafico, siccome confliggente proprio con l’adempimento dei doveri di solidarietà che si può manifestare attraverso l’ospitalità offerta per venire incontro ad altrui difficoltà, oltre che con la tutela dei rapporti sia all’interno della famiglia fondata sul matrimonio sia di una convivenza di fatto tutelata in quanto formazione sociale, o con l’esplicazione di rapporti di amicizia”*.

(72) In questo senso anche E. Malimpensa, cit. a nt. 45, 387.

In altre parole, si ritiene che la tutela del socio trascinato non debba passare per una censura della clausola, bensì per la valutazione che di essa è stata fatta allo scopo di accertare se alla pattuizione è stata utilizzata in maniera distorta, violando i principi di buona fede e correttezza, nonché l'obbligo di operare nell'interesse del mandante, laddove si aderisca alla ricostruzione del rapporto tra socio trascinato (mandante) e socio trascinatore (mandatario) nei confronti del terzo acquirente in termini di mandato anche nell'interesse del mandatario ⁽⁷³⁾.

In tal modo, la declaratoria di illegittimità colpirà il comportamento e non la clausola e la valutazione sul punto si porrà in linea con le considerazioni svolte in precedenza (cfr. *infra*) in punto di meritevolezza, laddove si è evidenziato che tale giudizio, ma si può anche aggiungere quello di liceità, va effettuato sulla base della causa concreta vale a dire considerando lo scopo del negozio nell'ambito della singola e specifica operazione.

Con l'ulteriore corollario che, forse, potrebbe anche non essere corretto parlare in termini di validità della clausola di covendita, dovendo piuttosto discutersi di abuso della stessa o uso contrario ai principi di buona fede o correttezza che dir si voglia.

Si è consapevoli che la conclusione alla quale si è pervenuti si espone a delle obiezioni.

La prima di esse è quella per cui la questione deve essere posta in termini di invalidità (*rectius* di nullità, giacché se il vizio è originario per contrarietà a principi costituzionali la sanzione è quella della nullità), poiché il socio minoritario si trova di fronte a dover accettare quanto negoziato dal maggioritario senza disporre di uno strumento di tutela sufficientemente forte, non essendo tale la prelazione in capo al minoritario, in quanto quest'ultimo se non vuole vendere è tenuto a sostenere un esborso per esercitare la prelazione ⁽⁷⁴⁾.

Un simile approccio non persuade, anche perché una simile obiezione può essere superata agevolmente sostenendo che laddove si ritenga il prezzo di vendita iniquo, la prelazione costituisce uno strumento di tutela valido, poiché il socio minoritario, avvalendosi di tale diritto, può acquisire la maggioranza del capitale sociale a un prezzo conveniente e, dunque, conseguire un vantaggio avendo acquistato partecipazioni a un prezzo inferiore rispetto al loro effettivo valore.

Per altro, anche a non voler condividere quanto qui si sostiene e nell'ambito di approccio pratico e pragmatico quale è quello della presente pubblicazione, tanto il rischio della invalidità, quanto quello del comportamento contrario a buona

(73) Sul punto meritano di essere ricordata la condivisibile affermazione contenuta nel Lodo, cit., 518, secondo cui "la regola di diritto è che, trovandosi a gestire anche l'interesse del minoritario, il maggioritario non può rimettere al terzo al determinazione del come egli maggioritario deve adempiere ai suoi obblighi fiduciari. Ne consegue che non è necessariamente <juste> per il minoritario tutto ciò che è <contractuel> tra il maggioritario e il terzo; è <juste> ciò che il maggioritario convenga con il terzo, rispettando il suo obbligo fiduciario verso il minoritario. Altrimenti detto: nessuna effettiva o sedicente conformità ad una prassi di mercato può in anticipo esonerare chi gestisce interessi altrui dagli obblighi fiduciari e dagli obblighi di tenere un comportamento conforme a buona fede oggettiva; il che implica anche che è vano tentare di argomentare in che base a una pattuizione ex ante l'una o l'altra parte possa sottrarsi al rischio che il suo comportamento venga successivamente assoggettato ad una valutazione di concreto alla stregua del parametro della buona fede oggettiva".

(74) Critica nei confronti di questo approccio è E. Malimpensa, cit. a n. 45, 388.

fede e correttezza del trascinatore potrebbero essere circoscritti, prevedendo alcuni correttivi nell'ambito della clausola che potrebbero essere qui esemplificati, senza alcuna pretesa di completezza:

- i) stabilire nella clausola che il socio di maggioranza non possa negoziare la vendita della propria partecipazione a un prezzo inferiore a una determinata cifra, per stabilire la quale possono essere utilizzati anche i criteri di cui all'art. 2437 c.c.;
- ii) prevedere che il socio minoritario, laddove ritenga il prezzo negoziato dal maggioritario con il terzo iniquo, potrà chiedere la determinazione a un terzo arbitratore designato da soggetto imparziale e predeterminato e, in tal caso, il prezzo al quale il minoritario sarà tenuto a vendere o a esercitare la prelazione e il terzo sarà tenuto a comprare sarà pari alla media dei due prezzi (quello negoziato tra maggioritario e terzo e quello indicato dal terzo arbitratore). In tal caso, sarà necessario vincolare sin dall'inizio il terzo ad accettare questo meccanismo.

CAPITOLO 3, di Marco Dell'Antonia

Profili societari: clausole di covendita statutarie e parasociali

SOMMARIO: 1. Le principali criticità in materia di clausole di covendita. – 2. Fra sociale e parasociale: l'incidenza pratica di tale distinzione. – 2.1 La covendita parasociale nelle S.r.l. – 3. Le clausole di covendita statutarie. – 3.1 Le clausole di covendita come “divieto di trasferimento” delle partecipazioni. – 3.2 Violazione della clausola e sue conseguenze. – 4. L'introduzione delle clausole statutarie di trascinamento (*drag along*): fra maggioranza e unanimità. – 4.1 Unanimità dei consensi e riscatto azionario. – 4.2 Cenni sulla natura della clausola di *drag along* e sua indifferenza ai fini del quorum di introduzione nello statuto sociale. – 4.3 Trascinamento e prelazione. – 4.4 Diritto di seguito (*tag along*): permanenza della regola maggioritaria. – 4.5 L'incidenza del tipo sociale: S.p.A. e S.r.l. a confronto. – 5. Brevi conclusioni in materia di clausole di covendita: limiti, condizioni ed efficacia.

1. Le principali criticità in materia di clausole di covendita

Le pattuizioni di covendita presentano numerose peculiarità e limiti, derivanti sia dal contenuto delle stesse – siano esse clausole di *drag bring* o *tag along* ⁽⁷⁵⁾ – sia dalla loro “*collocazione formale*”, ossia dallo specifico strumento giuridico utilizzato dalle parti per vincolare le rispettive vicende giuridiche.

Assumono a tale riguardo valenza dirimente: da un lato, il contenuto tipico della clausola, da cui discendono significative conseguenze sul piano giuridico dipendenti dall'obbligazione rilevante nel caso di specie (come si avrà modo di vedere nei paragrafi che seguono, molto dipende dal contenuto potestativo, automatico o facoltativo della clausola); dall'altro, la natura sociale o parasociale di tale pattuizione, dovendosi applicare, a seconda del caso, diverse discipline regolatrici.

Questa ultima distinzione, che non deve tuttavia distogliere l'attenzione dell'interprete dagli effetti derivanti dal primo distinguo, individua una serie di conseguenze assai importanti, non esclusivamente teoriche, bensì pratiche ⁽⁷⁶⁾.

Senza voler anticipare argomenti che saranno affrontati più diffusamente nel prosieguo, basti accennare, a titolo esemplificativo, al fatto che l'interpretazione giurisprudenziale e notarile ha individuato un limite minimo al corrispettivo per

(75) Sulla distinzione fra tali tipologie di clausole di covendita, con particolare riguardo alla struttura e al contenuto delle stesse, nonché ai particolari interessi tutelati, si veda *supra*, cap. 1.

(76) P. Divizia, cit. nt. 1, 66.

il disinvestimento “*da trascinamento*” statutario ⁽⁷⁷⁾, o al fatto che solo la pattuizione parasociale di covendita è sottoposta a particolari limiti temporali di validità e a obblighi di comunicazione, in applicazione dell’art. 2341 *bis* e ss. c.c. ⁽⁷⁸⁾

Pare dunque opportuno, se non necessario, affrontare anzitutto le conseguenze derivanti dalla “*collocazione formale*” delle clausole in commento, giacché, prendendo le mosse da detta analisi, risulta possibile intercettare la rispondenza della singola tipologia di clausola alle esigenze delle parti coinvolte.

2. Fra sociale e parasociale: l’incidenza pratica di tale distinzione

Come si è accennato, la distinzione fra clausola di covendita sociale e parasociale non è priva di effetti sul piano giuridico, dovendosi applicare, all’uno e all’altro caso, disposizioni giuridiche assai differenti.

Come noto, con la riforma del diritto societario del 2003, il legislatore ha introdotto specifiche norme applicabili alle pattuizioni parasociali ⁽⁷⁹⁾, cioè agli accordi fra soci (come anche fra soci e società o terzi esterni alla compagine sociale) caratterizzati da un “*rapporto funzionale*” con il contratto di società, seppur strutturalmente distinti da quest’ultimo ⁽⁸⁰⁾.

In particolare, l’art. 2341 *bis* c.c. – applicabile alle società per azioni le cui azioni non siano quotate in mercati regolamentati ⁽⁸¹⁾ – stabilisce che “*i patti, in qualunque forma stipulati, che al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società [...] pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano [...] non possono avere durata superiore a cinque anni e si intendono stipulati per questa durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore*”.

È dunque evidente che la distinzione fra covendita sociale e parasociale non ha valenza esclusivamente teorica, poichè la disciplina in materia di patti parasociali implica numerose conseguenze operative. Ciò, come è evidente, nei limiti in cui la clausola (non statutaria) in esame rientri effettivamente nel novero delle pattuizioni parasociali individuate dall’art. 2341 *bis* c.c. ⁽⁸²⁾

(77) *Ex multis*, Consiglio Notarile di Milano, massima n. 88 (*Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l’obbligo di “covendita” delle partecipazioni*), 2005. In giurisprudenza Trib. Milano, 24-3-2011 cit. a nt. 1; Trib. Milano, 31-3-2008 cit. a nt. 1. Su questo argomento si veda, più diffusamente, il cap. 4 del presente scritto.

(78) Su tale aspetto si rinvia al successivo par. 4.

(79) Sulla “*nuova*” disciplina introdotta nel 2003 si veda A. Pavone La Rosa, *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società per azioni*, in *Riv. Soc.*, I, 2004, *passim*; M. Libertini, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli artt. 2341 bis e 2341 ter del Codice Civile*, in *Il nuovo diritto delle società - Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Torino, 2007, *passim*; G. F. Campobasso, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Torino, 2010, 346-348.

(80) M. Libertini, cit. a nt. 79, 465.

(81) Alle società quotate si applica, per esplicita disposizione normativa, la sola disciplina di cui agli artt. 122 e 123 d. lgs. 24-2-1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza, o TUF).

(82) È stato condivisibilmente sottolineato che non è possibile sussumere *tout court* le pattuizioni di covendita nel *genus* patti parasociali rilevanti ai fini dell’art. 2341 *bis* c.c., giacché le clausole di *drag*, *bring* o *tag along* assumono diversa valenza giuridica in base all’effettivo contenuto delle stesse: C. d’Alessandro, *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 388, ove l’Autore nota che “*la libertà di trasferire dell’obbligato potrà considerarsi più o meno profondamente incisa a seconda degli specifici vincoli che la volontà delle parti abbia inteso stipulare*”; si veda anche M. Maltoni, cit. a nt. 25, 433. *Contra*, P. Divizia, cit. a nt. 1, 63-66, che sostiene invece la non sussumibilità dei patti di covendita fra i patti in commento.

Fra le principali, giova ricordare:

- (a) il termine di durata dell'impegno, che, se rientrante nel campo di applicazione dall'art. 2341 *bis* c.c., non può superare i cinque anni (o, se indeterminato, consente in ogni caso il recesso dei contraenti, fermo l'obbligo di preavviso pari a 180 giorni) ⁽⁸³⁾;
- (b) gli obblighi di *disclosure* previsti dall'art. 2341 *ter* c.c. a favore della società e dell'assemblea dei soci, eventualmente applicabili ove le azioni della società siano diffuse fra il pubblico in misura rilevante, pur non essendo quotate in mercati regolamentati ⁽⁸⁴⁾;
- (c) il particolare regime di efficacia della pattuizione, che, nel caso in cui sia qualificabile come non statutaria, offre una tutela di tipo "obbligatorio" (ossia risarcitorio) ⁽⁸⁵⁾; ciò comporta che non sarà consentita una piena opponibilità ai terzi dell'eventuale condotta in violazione della stessa, non essendo quest'ultima passibile di esecuzione in forma specifica.

Quanto accennato, tuttavia, trova applicazione solo nella misura in cui la pattuizione di covendita possa essere fatta rientrare nell'ampio *genus* degli accordi parasociali, ai sensi di quanto disposto dal Codice Civile. In particolare, dovranno essere soddisfatte due specifiche condizioni perché la pattuizione in esame sia sottoposta ai limiti temporali di cui all'art. 2341 *bis* c.c. ⁽⁸⁶⁾

Anzitutto, occorrerà verificare, nel caso di specie, che la *drag, bring o tag along* costituisca effettivamente una limitazione alla circolazione delle partecipazioni sociali.

Gli interpreti hanno manifestato opinioni talvolta divergenti a tale proposito. Pare tuttavia corretto sostenere la posizione assunta dalla dottrina assolutamente maggioritaria ⁽⁸⁷⁾ e da autorevole interpretazione notarile, secondo cui: da un lato,

(83) Ai patti parasociali stipulati in relazione all'attività d'impresa di una società le cui azioni sono quotate in un mercato regolamentato si applicherà quanto disposto dall'art. 123 del Testo Unico della Finanza, in base al quale "I patti indicati nell'art. 122, se a tempo determinato, non possono avere durata superiore a tre anni e si intendono stipulati per tale durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore; i patti sono rinnovabili alla scadenza. I patti possono essere stipulati anche a tempo indeterminato; in tal caso ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di sei mesi".

(84) Ai sensi dell'art. 2 *bis* della Deliberazione CONSOB 14-5-1999, n. 11971 (Regolamento Emittenti), sono società ad azionariato diffuso le entità che "abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%" e che "non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435 *bis*, comma 1 c.c."

(85) M. Libertini, *I patti parasociali nelle società non quotate*, cit., 482-485; M. Libertini, *Limiti alla validità dei patti parasociali*, Bocconi RULES Paper No. 2013-7, 12-13; G. De Nova, *Contratti dimezzati*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, II, 2013, 449; A. Pavone La Rosa, cit. a nt. 79; L. Ballerini, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, in *Contr. e Imp.*, 2014, 1489; Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, massima n. I.I.17 (*Limiti extrastatutari alla circolazione delle azioni*), 2004, secondo cui "le limitazioni non contenute nello statuto, o non previste da norme di legge, alla circolazione delle partecipazioni hanno efficacia meramente obbligatoria e non sono quindi opponibili alla società ed ai terzi". In giurisprudenza, si vedano Cass., Sez. I, 11-7-2013, n. 17200 in *Mass. Giust. Civ.*, 2013; Cass. Civ., Sez. I, 23-11-2001, n. 14865 ivi, 2001; in ambito di società di persone, Cass. Civ., Sez. I, 19-3-2010, n. 6703, ivi 2010.

(86) C. d'Alessandro, cit. a nt. 82, 388.

(87) A. Picciau, *Costituzione-Conferimenti*, in *Comm. Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, sub artt. 2341 bis e 2341 ter c.c.*, Milano, 2007, 344; G. Sbisà, cit. a nt. 1, 404; A. Ferrucci - C. Ferrentino, *Società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici*, tomo I, Milano, 2012, 484; C. d'Alessandro, cit. a nt. 82, 408; M. Maltoni, cit. a nt. 25, 433; C. di Bitonto, cit. a nt. 16, 1380; L. Fabbrini, cit. a nt. 16, 1029; E. Macrì, cit. a nt. 2, 102; V. Donativi, *Società di capitali*, in *Comm. Nicolini-Stagno d'Alcontres, sub art. 2341 bis*, Napoli, 2004, 167;

nel caso del trascinarsi (sia *drag*, sia *bring along*), la limitazione alla libera circolazione è integrata dalla perdita di “autonoma” disposizione dei titoli detenuti; dall’altro, nel caso del diritto di seguito, tale caratteristica è integrata dal fatto che “il socio che aspira alla vendita è tenuto a rendere conto anche gli altri soci partecipi dell’operazione programmata; egli, in buona sostanza, patisce un onere, non soddisfacendo il quale gli resta impedito di alienare la propria partecipazione”⁽⁸⁸⁾.

L’elemento limitativo del libero trasferimento della partecipazione sociale può essere apprezzato, in particolar modo, nella pattuizione di *bring along*. Con tale tipologia di pattuizione le parti prevedono un automatico trascinarsi di un socio (generalmente di minoranza) all’esterno della compagine, nel caso in cui un altro socio (di maggioranza) trasferisca la propria partecipazione a terzi che vogliono approfittare di tale clausola⁽⁸⁹⁾. In questo caso è evidente che la limitazione prescinde da qualsiasi specifica manifestazione dei soci coinvolti di voler approfittare della clausola, elemento essenziale delle pattuizioni di *drag* e *tag along*, che si fondano, rispettivamente, sulla decisione: (i) del socio di maggioranza di trascinarsi nel negozio di compravendita anche il socio di minoranza, offrendo al terzo potenziale acquirente una partecipazione maggiormente consistente e, possibilmente, totalitaria (che comprenda quindi un significativo premio di controllo); o (ii) del socio di minoranza di seguire il socio maggioritario, al fine di non restare “intrappolato” nella società o di approfittare di condizioni di disinvestimento particolarmente favorevoli.

In seconda battuta, si renderà necessario verificare che la clausola sia finalizzata a “stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società”, come richiesto dall’art. 2341 bis c.c.⁽⁹⁰⁾ A tal riguardo, pare condivisibile la posizione di chi ha autorevolmente sostenuto che i ricordati patti indicati alla lettera b) della disposizione citata – ossia quelli che “pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni

V. Sangiovanni, *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, in *Notariato*, VI, 2013, 698, secondo cui, chiaramente, “a fronte del principio di libera circolazione delle partecipazioni sociali, le clausole di co-vendita fissano invece delle limitazioni”. Contra, P. Divizia, cit. a nt. 1, 63, facendo leva sul fatto che le clausole in esame sono piuttosto “strumenti per disciplinare ed agevolare la fuoriuscita dalla compagine sociale” e che “il sindacato di blocco mira a proteggere la posizione dei soci che rimangono in società”, incompatibilmente con la volontà tipica delle clausole di covendita; P. Divizia, cit. a nt. 6, 404, secondo cui si tratterebbe di un mero “aggravio” e non di una limitazione della circolazione delle partecipazioni; N. de Luca, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca borsa*, I, 2013, 75; Trib. Milano, 24-3-2011, cit. a nt. 1 (pronunciandosi, come si vedrà più ampiamente nel prosieguo, su una clausola di *drag along*).

(88) Consiglio Notarile di Milano, massima n. 88, cit.; Consiglio Notarile di Roma, massima n. 7 (*Clausole di co-vendita e di trascinarsi: tipologia e limiti di validità*), 2013. Dubitativa sul punto, pur giungendo alla medesima conclusione, E. Malimpensa, cit. a nt. 45, 376-377 (nt. n. 5), secondo la quale “la clausola di *drag along* di per sé determina un impulso alla circolazione delle azioni. Non mi sembra, infatti, che essa possa essere valutata alla stregua di una ordinaria clausola limitativa della circolazione delle azioni [...] In ogni caso è innegabile che la clausola di co-vendita incida sulla disciplina della circolazione delle azioni [...] Per tale motivo condivido la tesi secondo cui la società debba osservare, in materia, i principi di cui agli artt. 2355 e 2355 bis c.c.”

(89) Consiglio Notarile di Roma, massima n. 7, cit.; P. Divizia, cit. a nt. 1, 140-142, ove l’Autore sottolinea che “il *bring along* comporta il sorgere ‘direttamente’ in capo al terzo acquirente del potere di decidere se acquistare o meno, oltre al pacchetto azionario offertogli dal socio di maggioranza a fronte di una libera contrattazione sul mercato, anche le azioni residue in mano alla minoranza”; nonché P. Divizia, cit. a nt. 6, 166-167.

(90) Dubitativo sul punto C. d’Alessandro, cit. a nt. 82, 391-392; contrario all’interpretazione secondo cui le clausole di covendita siano idonee a soddisfare tale criterio P. Divizia, cit. a nt. 1, 63-66, secondo cui “può osservarsi con facilità come i diritti di *tag* e *drag along* sono ab origine pensati come exit rights, ossia come strumento per disciplinare la fuoriuscita dalla compagine sociale [...] conseguentemente è ragionevole considerare gli istituti in parola non attinenti alla stabilizzazione degli assetti proprietari, ma – all’opposto – alla negoziazione nel mercato dei medesimi”.

in società che le controllano” – sono finalizzati a stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società *ex se* ⁽⁹¹⁾.

I limiti al trasferimento – consistenti nell’automatismo o nella possibilità di “*trascinare*” un socio all’esterno della compagine sociale, come anche nel diritto di “*accodarsi*” a un *exit* altrui – paiono infatti idonei in ogni caso a raggiungere gli obiettivi descritti nell’art. 2341 *bis* c.c.: la stabilizzazione degli assetti proprietari o della *governance* (*rectius*, del controllo) della società sono difatti elementi caratterizzanti le clausole di covendita.

Da un lato, le clausole di *drag* e *bring along* stabilizzano gli assetti in ottica prospettica, ossia nell’interesse del nuovo socio, contribuendo peraltro a consolidare l’unitarietà corporativa del gruppo sociale uscente ⁽⁹²⁾; dall’altro, le clausole di *tag along* paiono idonee a garantire detta unitarietà nell’ottica (e nell’interesse) del socio di minoranza, che decida di seguire l’*exit* altrui ⁽⁹³⁾.

In conclusione, la clausola di covendita pattizia è generalmente suscettibile nella categoria dei patti parasociali *ex artt.* 2341 *bis* ss. c.c., dovendo applicarsi a essa la disciplina prevista dalle citate disposizioni codicistiche, fra cui la limitazione della durata temporale a cinque anni, nonché il particolare regime di tutela “*obbligatoria*” in caso di inadempimento agli obblighi derivanti dalla pattuizione.

Naturalmente, ove la clausola dovesse essere strutturata in modo tale da non poter ritenere soddisfatti i requisiti posti dall’art. 2341 *bis* c.c. – in base a un’analisi concreta del contenuto precettivo della stessa – si dovrebbe riconoscere la non applicabilità della relativa disciplina ⁽⁹⁴⁾.

Giova infine accennare al fatto che, in ambito di società quotate, la soluzione che sostiene l’applicazione della disciplina legislativa sui patti parasociali alle clausole non statutarie di covendita trova un maggiore supporto normativo, infatti l’art. 122 TUF trova esplicita applicazione anche ai patti che “*prevedono l’acquisto delle azioni*” dell’emittente (fra cui si ritiene debbano rientrare le clausole in esame) ⁽⁹⁵⁾.

2.1 La covendita parasociale nelle S.r.l.

I particolari “*svantaggi*” propri della clausola parasociale di covendita trovano tuttavia un limite nella forma societaria adottata.

(91) In questo senso M. Libertini, cit. a nt. 79, 489, infatti, secondo l’Autore, “*per i patti sub b) e c) uno dei due fini è in re ipsa (i sindacati di blocco tendono a stabilizzare la proprietà, almeno per una parte delle azioni, e quelli di controllo tendono a stabilizzare il governo)*”.

(92) Sugli specifici interessi delle parti coinvolte in un negozio di *drag* o *bring along*, si veda *supra*, cap. 1, par. 4. Nel senso di dare risalto alla unitarietà delle parti sociali, si veda anche Trib. Milano, 25-6-2006, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 3, 102: “*il meccanismo della co-vendita (che prevede la facoltà dei soci di imporre un’OPA interna) deve considerarsi come una pattuizione complementare che contempera detta possibilità, tendendo ad assicurare la compattezza della compagine sociale e ad evitare che divengano azionisti soggetti sgraditi*”.

(93) Sull’interesse del socio di minoranza a seguire il socio di maggioranza uscente, si veda *supra*, cap. 1, par. 4.

(94) In questi termini C. d’Alessandro, cit. a nt. 82, 389: “*Quanto al rapporto tra patti di co-vendita e limiti al trasferimento delle azioni, sembra di poter dire che esso non abbia carattere univoco. In altri termini: non pare potersi affermare che il patto di co-vendita comporti sempre un limite al trasferimento delle azioni, dovendosi invece probabilmente distinguere a seconda dei contenuti che il singolo patto assume in concreto*”.

(95) A. Picciau, in *Comm. Marchetti-Bianchi – La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, sub art. 122, Milano, 1999, 822; E. Macri, cit. a nt. 2, 103.

Infatti, come sostenuto da diffusa interpretazione dottrinale ⁽⁹⁶⁾, condivisa in questa sede, la disciplina codicistica in materia di patti parasociali trova applicazione limitatamente alle persone giuridiche costituite nella forma di società per azioni ⁽⁹⁷⁾. Ciò implica che i soci di società a responsabilità limitata potranno stipulare accordi parasociali di *drag*, *bring* o *tag along* di durata ultra-quinquennale, anche se finalizzati a “*stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società*”, senza incorrere nella riduzione *ex lege* a tale termine massimo di durata (i patti parasociali *ex art. 2341 bis c.c.*, come si è detto, “*si intendono stipulati per [un termine di cinque anni] anche se le parti hanno previsto un termine maggiore*”) ⁽⁹⁸⁾.

La maggiore libertà contrattuale dei soci di società a responsabilità limitata deve, tuttavia, confrontarsi con quanto disposto dal citato art. 2341 *bis c.c.*, ove il legislatore ha previsto che le particolari norme ivi contenute debbano essere estese ai patti stipulati fra soci di qualsivoglia entità che controlli una società per azioni. Analogamente, l’art. 122, comma 1 TUF dispone che la normativa ivi prevista in materia di accordi parasociali trova applicazione con riferimento alle “*società con azioni quotate e [alle] società che le controllano*”, dunque anche alle società a responsabilità limitata controllanti.

Il beneficio dell’esclusione dei limiti temporali sopra analizzati non sarà dunque fruibile da parte dei soci di una società a responsabilità limitata in posizione di controllo rispetto a una società azionaria o quotata; in tal caso, pertanto, i patti *a latere* del contratto sociale subiranno i medesimi vincoli di durata ed, eventualmente, di *disclosure* sopra descritti in relazione alle società azionarie.

Ove sia questo il caso, potrà rendersi necessario il “*correttivo*” di cui si discuterà più ampiamente nel successivo paragrafo, ossia l’introduzione della clausola nello statuto sociale. Tale soluzione, difatti, è volta tendenzialmente a sfuggire dall’applicazione delle stringenti regole sulle pattuizioni parasociali.

Da ultimo, occorre sottolineare – e ciò varrà anche per gli altri tipi corporativi – che l’eventuale strutturazione di una clausola che imponga (concretamente) un divieto di alienazione avente fonte pattizia, dovrà rispettare il dettato dell’art. 1379 *c.c.*, in ragione del quale “*il divieto di alienare stabilito per contratto ha effetto solo tra le parti, e non è valido se non è contenuto entro convenienti limiti di tempo e se non risponde a un apprezzabile interesse di una delle parti*” ⁽⁹⁹⁾.

(96) P. Marano, S.r.l. – *Commentario*, in *Comm. Dolmetta-Presti*, sub art. 2463 *c.c.*, Milano, 2011, 130-131; M. Selleri, *Commentario breve al diritto delle società*, in *Comm. Maffei Alberti*, sub art. 2341 *bis c.c.*, 2015, 279; A. Picciau, cit. a nt. 87, 329-331; Donativi, *Società di capitali*, cit., 159; S. Mazzamuto, *I patti parasociali: una prima tipizzazione legislativa*, in *Contr. e Imp.*, 2004, *passim*.

(97) Come anche di società in accomandita per azioni e di cooperative, cui si applica, ove compatibile, la normativa prevista in materia di società per azioni ai sensi, rispettivamente, degli artt. 2454 e 2519 *c.c.*

(98) A. Picciau, cit. a nt. 87, 330 giustifica la maggiore libertà negoziale spiegando che “*tali norme delineano una cornice normativa dalla quale viene fuori la precisa volontà di lasciare liberi i soci della s.r.l. nell’organizzare la loro società. La spiccata duttilità dello strumento della s.r.l. e il notevolissimo spazio che per essa si offre all’autonomia dei suoi soci non può valere solo sul piano sociale*”; in senso analogo P. Marano, cit. a nt. 96, 130. Sull’impianto legislativo maggiormente liberale in ambito di società a responsabilità limitata si rinvia alle considerazioni generali in P. Spada, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla “nuova” società a responsabilità limitata)*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, 29.

(99) C. d’Alessandro, cit. a nt. 82, 390; L. Stanghellini, *Azioni*, in *Comm. Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, sub art. 2355 *bis c.c.*, Milano, 2008, 570-571.

3. Le clausole di covendita statutarie

Dalla breve descrizione delle peculiarità e dei limiti applicabili alle clausole di covendita parasociali (pur nella consapevolezza della maggior libertà riservata ai soci di società a responsabilità limitata), appaiono evidenti le ragioni per cui la prassi societaria ha visto il diffondersi – con sempre maggiore frequenza – di clausole statutarie di *drag, bring o tag along* ⁽¹⁰⁰⁾, efficacemente definito come un “fenomeno migratorio” dal parasociale al sociale ⁽¹⁰¹⁾.

Tale tendenza è evidentemente riconducibile all’esigenza di poter vincolare le parti a impegni che non siano sottoposti a stringenti vincoli temporali e godano altresì di opponibilità *erga omnes* ⁽¹⁰²⁾.

Inoltre, l’inserimento di clausole di tal genere nello statuto sociale consente l’estensione del precetto ivi contenuto anche a possibili soggetti “nuovi entranti” nella compagine sociale. Il vincolo parasociale, al contrario, dovrebbe essere puntualmente accettato dal nuovo socio, richiedendo, per sua natura, il consenso delle parti ai sensi dell’art. 1372 c.c. ⁽¹⁰³⁾

Nei paragrafi che seguono saranno analizzati i due principali vantaggi propri delle clausole di covendita statutarie, ossia, come si è accennato: (i) la durata illimitata della loro efficacia (salvo quanto si dirà nel successivo par. 3.1); e (ii) l’opponibilità del precetto di covendita a soggetti esterni alla compagine.

3.1 Le clausole di covendita come “divieto di trasferimento” delle partecipazioni

L’elemento temporale costituisce uno dei peculiari aspetti distintivi delle clausole statutarie rispetto a quelle parasociali, sottoposte agli inderogabili vincoli di cui agli artt. 2341 *bis* c.c. e 123 TUF (quantomeno limitatamente ai patti fra soci di società azionarie, cooperative e di società loro controllanti). Infatti, l’interesse delle parti a legare le rispettive vicende giuridiche nella veste di soci appare chiaramente frustrata dai limiti temporali applicabili all’ambito parasociale.

A questo riguardo, assunto quanto detto nei paragrafi precedenti in merito alla summissibilità delle clausole di covendita nella ampia categoria delle pattuizioni volte limitare la circolazione delle partecipazioni sociali, occorre chiedersi se esse possano essere (eventualmente) idonee a integrare la più radicale fattispecie del

(100) Consiglio Notarile di Milano, massima n. 88, cit.: “il limite di durata massima che la riforma ha disposto anche per i patti parasociali delle società non quotate è, assai probabilmente, circostanza che concorre al nuovo interesse per l’inserimento in statuto di questo genere di pattuizioni; esse, infatti, avevano finora avuto sede naturale, almeno di massima, negli accordi tra i soci”; in senso analogo L. Fabbrini, cit. a nt. 16, 1036.

(101) P. Divizia, cit. a nt. 1, 110; P. Divizia, cit. a nt. 13, 159-161; A. Negri Clementi - N. Perricone, cit. a nt. 1, 110; M. Del Linz, *L’introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, II, 2012, 1073.

(102) A. Negri Clementi - N. Perricone, cit. a nt. 19, 965: “La conseguenza *prima facie* più evidente di un simile processo è la diversa portata assunta dalle clausole in commento che, mediante l’inserimento in statuto, hanno acquisito efficacia reale con la relativa opponibilità *erga omnes* e senza limiti di tempo”.

(103) “Di efficacia obbligatoria e non reale si parla nel senso che il vincolo non inerte alla partecipazione sociale quasi fosse un’obbligazione *propter rem*, perché al contrario l’efficacia del contratto parasociale non si estende ai soci che non vi abbiano aderito, né ai soci futuri. In sintesi, il contratto parasociale non segue l’azione” (G. De Nova, cit. a nt. 85, 455).

“divieto di trasferimento”, di cui all’art. 2355 *bis*, comma 1 c.c. ⁽¹⁰⁴⁾ Ciò poiché, pur avendo collocazione statutaria, la clausola che impone un “divieto di trasferimento” è sottoposta a un inderogabile limite temporale.

Il citato art. 2355 *bis*, comma 1 c.c. prevede, infatti, che: “*nel caso di azioni nominative ed in quello di mancata emissione dei titoli azionari, lo statuto può [...], per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto viene introdotto, vietarne il trasferimento*”, introducendo un limite di validità temporale assimilabile a quello applicabile ai patti parasociali e sopra analizzato.

Le clausole in esame non possono tuttavia essere ricondotte, *tout court*, alle pattuizioni volte a vietare il trasferimento dei titoli azionari di cui alla norma in esame ⁽¹⁰⁵⁾. Appare, infatti, evidente che le clausole di *drag* e *bring along* non costituiscono, di per sé, un’obbligazione di non alienazione, prevedendo, al contrario, una possibile dismissione “forzata” (o, meglio, il cui impulso sia dato da un soggetto differente rispetto al possibile alienante).

È stato condivisibilmente notato che la particolare tipologia di clausola di covendita che potrebbe, a una prima indagine, apparire assimilabile al divieto di alienazione, è quella di *tag along*. In particolare, tale conclusione appare certamente corretta nel caso in cui la clausola in esame preveda, ove il socio di maggioranza decida di alienare le proprie azioni in violazione del diritto di seguito attribuito alla minoranza (cioè non rispettando il diritto di quest’ultima a co-vendere), che il primo non possa legittimamente trasferire la propria (o parte della propria) partecipazione. Tale clausola, se inserita nello statuto, non pare, tuttavia, potersi atteggiare a un vero e proprio divieto di alienazione ai sensi dell’art. 2355 *bis* c.c.: infatti, per quanto aggravato o limitato, il trasferimento della partecipazione rimarrebbe pur sempre possibile ⁽¹⁰⁶⁾.

Da quanto detto discende l’inapplicabilità alle clausole di covendita statutarie del limite di validità quinquennale previsto dalla disciplina codicistica in materia di divieti assoluti di alienazione delle partecipazioni sociali, preservando il vantaggio proprio di tale tipologia di clausole rispetto a quelle parasociali. In ciò consiste la peculiarità delle pattuizioni statutarie di covendita rispetto a quelle parasociali la quale, secondo l’opinione della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano ha contribuito alla diffusione di tali clausole negli statuti sociali piut-

(104) L. Stanghellini, cit. a nt. 99, 570-571, ove l’Autore sottolinea che il divieto di alienazione in commento, prima della riforma del diritto societario del 2003, poteva essere introdotto esclusivamente “*sotto forma di sindacati di blocco (soggetti alla disciplina generale di cui all’art. 1379 e alle regole specifiche di cui agli artt. 2341 bis e ter e 122 d. lgs. 58/1998)*”, in quanto dottrina e giurisprudenza erano pacifiche nell’affermare l’illiceità di simili pattuizioni statutarie.

(105) C. d’Alessandro, cit. a nt. 82, 405; P. Divizia, cit. a nt. 1, 126.

(106) C. d’Alessandro, cit. a nt. 82, 405-406, ove l’Autore sottolinea che: “*le clausole di co-vendita, quando pure del tipo inteso a vincolare il socio alienante a reperire parallele opportunità di alienazione a favore dei consoci, e quando pure congegnate in modo da impedire l’alienazione, sul piano obbligatorio o addirittura su quello ‘reale’, ove il vincolo non sia onorato, non sembrano poter produrre, di fatto, effetti equipollenti a quelli di un divieto di alienazione. Almeno non nel senso in cui siffatta equipollenza è stata ravvisata con riguardo agli effetti delle clausole di ‘mero’ gradimento*”. Nel medesimo senso anche L. Ballerini, cit. a nt. 85, 1473; M. Del Linz, cit. a nt. 101, 1078; P. Divizia, cit. a nt. 6, 405; P. Divizia, cit. a nt. 1, 126, secondo cui “*la clausola di tag along non solo dispiega i suoi effetti in un contesto contrattuale ed extra-societario rappresentato dalla negoziazione delle partecipazioni in favore di terzi, ma anche sul fatto che essa non rende prigioniero della società alcun socio*”.

tosto che in separati accordi (pur legati ai primi da un significativo rapporto di funzionalità).

3.2 Violazione della clausola e sue conseguenze

Come si è accennato, la violazione di una clausola di covendita comporta conseguenze differenti a seconda della natura sociale o parasociale della stessa.

Nel caso di clausola parasociale il rimedio esperibile dalla parte non inadempiente potrà essere esclusivamente di natura “obbligatoria”⁽¹⁰⁷⁾. Come chiarito dalla Suprema Corte, secondo un orientamento ormai consolidato, i patti parasociali sono “destinati ad operare su di un piano obbligatorio, vincolante per le parti dell’accordo ma pur sempre diverso e separato da quello sul quale operano gli organi della società e si esplicano le relative deliberazioni”⁽¹⁰⁸⁾.

In tal caso, il rimedio giuridico esperibile dalla parte danneggiata dalla violazione della clausola sarà di tipo risarcitorio, in grado di garantire una tutela esclusivamente economica.

Nel differente caso della violazione di una clausola statutaria di covendita, il regime di tutela assume, al contrario, efficacia “reale”, ossia di inopponibilità del trasferimento nei confronti della società⁽¹⁰⁹⁾ ai fini dell’iscrizione a libro soci⁽¹¹⁰⁾ dell’acquirente la partecipazione trasferita in violazione di una clausola di *drag*, *bring* o *tag along* contenuta nello statuto sociale.

Questo più penetrante regime di tutela costituisce il secondo elemento di “vantaggio” che caratterizza le clausole statutarie in esame rispetto alle pattuizioni parasociali.

Occorre precisare, in ogni caso, come la violazione di una clausola statutaria di limitazione della circolazione delle partecipazioni sociali non è destinata a inficiare in alcun modo la validità e l’efficacia del trasferimento dei titoli: all’inadempimento dell’obbligo di covendita non consegue in alcun caso l’invalidità dell’atto di trasferimento fra il socio (obbligato ai sensi del patto in esame) e il terzo acquirente⁽¹¹¹⁾.

(107) *Ex multis*, G. De Nova, cit. a nt. 85, 456: “di efficacia obbligatoria e non reale si parla anche nel senso che l’atto compiuto in violazione del contratto parasociale non è inefficace e/o invalido, e la violazione del patto non è opponibile ai terzi, bensì rimane valido ed efficace anche tra le parti e la violazione del patto non è opponibile ai terzi, sicché l’unica sanzione consisterebbe nell’obbligo di risarcire il danno da inadempimento [...]. Di efficacia obbligatoria dei contratti parasociali si parla anche nel senso che essi stessi non produrrebbero effetti nei confronti della società”; nonché i riferimenti citati supra..

(108) Cass. Civ., Sez. I, 28-4-2010, n. 10215 in *Mass. Giust. Civ.* 2010; nonché, fra le altre pronunce, Cass. Civ., Sez. I, 18-7-2007, n. 15963 *ivi*, 2007 e Cass. Civ., Sez. I, 20-9-1995, n. 9975, *ivi*, 1995.

(109) G. Sbisà, cit. a nt. 1, 636; L. Ballerini, cit. a nt. 85, 1476; M. Del Linz, cit. a nt. 101, 1077; G. A. Rescio, *Regolamentazione statutaria dell’investimento azionario: unanimità o maggioranza nell’introduzione delle clausole di drag along?*, in *Giur. comm.*, 2012, 1059; C. di Bitonto, cit. a nt. 16, 785; E. Malimpensa, cit. a nt. 45, 376-377 (nt. 5). In giurisprudenza, *ex multis*, Cass. Civ., Sez. I, 14-1-2005, n. 691 in *Mass. Giust. Civ.*, 2005.

(110) Come precisato in P. Dal Soglio, *Commentario breve al diritto delle società*, in *Comm. Maffei Alberti*, sub art. 2355 *bis c.c.*, 2015, 426, sarebbe più corretto parlare di “limiti all’assunzione della legittimazione di socio”.

(111) Così, per tutti, L. Stanghellini, cit. a nt. 99, 562-564, ove l’Autore precisa che la violazione di un limite statutario al trasferimento delle azioni non ha “effetti sul negozio di trasferimento, il quale non rimane di per sé travolto dall’eventuale mancata iscrizione”; nonché G. De Nova, cit. a nt. 85, 33.

Ciò comporta, in concreto, che l'inadempimento ai particolari obblighi previsti dalla clausola di covendita contenuta nello statuto sociale – dall'informazione a beneficio del socio di minoranza in caso di diritto di seguito, all'obbligo di lasciare proprio della *bring along* – comporterà il dovere degli amministratori di non iscrivere il cessionario a libro soci e di non riconoscere l'assunzione della legittimazione di socio (impedendo così l'esercizio dei diritti sociali, di natura patrimoniale e amministrativa).

Si apprezza, dunque, l'effettiva portata della clausola statutaria di covendita: il terzo potenziale acquirente sarà, infatti, interessato (in modo essenziale) al rispetto della clausola in commento, in assenza del quale l'acquisto della partecipazione da parte del socio originariamente offerente⁽¹¹²⁾ risulterà inopponibile alla società, impedendo l'acquisto del pieno *status socii*⁽¹¹³⁾.

Questa conseguenza muove da quanto analizzato nei paragrafi precedenti, ossia dalla qualificazione del patto statutario di covendita quale limite alla circolazione dei titoli azionari ai sensi dell'art. 2355 *bis* c.c.⁽¹¹⁴⁾ – sia esso di trascinamento, trascinamento automatico azionato dal terzo acquirente o di seguito.

Qualora l'interprete dovesse essere invece persuaso dall'opinione (minoritaria) contraria⁽¹¹⁵⁾, potrebbero rendersi opportuni, se non necessari, alcuni "correttivi" finalizzati a dotare di piena tutela "reale" alle clausole in questione. In particolare, è stato suggerito l'inserimento di una condizione sospensiva statutaria all'iscrizione a libro soci in caso di trasferimento delle partecipazioni sociali, avente a oggetto il corretto espletamento della procedura di covendita applicabile al caso di specie⁽¹¹⁶⁾.

Occorre ribadire che il medesimo effetto è raggiunto in *re ipsa* dalla clausola statutaria di covendita intesa come limite al trasferimento delle partecipazioni sociali.

4. L'introduzione delle clausole statutarie di trascinamento (*drag along*): fra maggioranza e unanimità

Assunta la maggiore incisività della tutela derivante dalla previsione di uno strumento di covendita statutario, nonché la maggiore estensione temporale dello

(112) Come si è visto nei capitoli precedenti, si tratterà generalmente del socio di maggioranza. Quest'ultimo dovrà, infatti: (i) dare impulso alla clausola di *drag along*, essendo interessato alla corretta esecuzione della procedura applicabile; (ii) dare esecuzione alla manifestazione di volontà del terzo acquirente di voler profittare della clausola di *bring along*; o (iii) dare un corretto impulso alla clausola di *tag along*, nell'interesse del socio (presumibilmente) di minoranza, interessato a una dismissione che segua quella del socio maggioritario e a parità di condizioni. Si veda P. Divizia, cit. a nt. 13, *passim*.

(113) Infatti "nulla vieta che dalla violazione della clausola, se consistente nella cessione della partecipazione a soggetto diverso, da quello individuabile in applicazione della clausola, possa derivare l'inefficacia nei confronti della società del trasferimento stesso e il conseguente obbligo degli organi sociali non con consentire all'acquirente, privo di legittimazione, l'esercizio dei diritti sociali", G. A. Rescio, cit. a nt. 109, 1059. Principio estensibile alla violazione caratterizzata dal mancato rispetto dei precetti statuari di covendita.

(114) Si veda *supra*.

(115) P. Divizia, cit. a nt. 1, 63; P. Divizia, cit. a nt. 6, 404, ove, si ricorda, l'Autore ha sostenuto che clausole di tal fatta introdurrebbero un mero "aggravio" per la circolazione della partecipazione sociale, non un limite *ex art. 2355 bis* c.c.

(116) P. Divizia, cit. a nt. 1, 120-121, sottolineando che, così facendo, "l'efficienza del meccanismo negoziale così consegnato risiede nell'aver spostato in capo al terzo acquirente l'interesse economico e giuridico a che il diritto [di covendita] venga rispettato dai soci della società target".

stesso, paiono evidenti le ragioni d'interesse degli operatori per tale tipologia di clausola, come notato dal Consiglio Notarile di Milano.

La prassi operativa ha tuttavia incontrato un “*limite*” nell'interpretazione giurisprudenziale di merito – confermata dalla parte maggioritaria della dottrina – con riguardo alla “*entità*” del consenso richiesto per l'introduzione nello statuto sociale di detta tipologia di clausole. Segnatamente, gli interpreti si sono domandati se l'introduzione di questi particolari limiti alla circolazione delle partecipazioni sia assoggettabile alla regola della maggioranza, o, al contrario, richieda più gravose forme di approvazione⁽¹¹⁷⁾.

Molto dipende, relativamente a questo particolare aspetto, dalla tipologia di clausola in esame, nonché dalla forma sociale adottata (su quest'ultimo punto si rinvia al successivo par. 4.5).

Gli interpreti sono concordi nell'affermare che la pattuizione potenzialmente critica, in materia di introduzione della stessa in sede statutaria, è quella di trascinarsi; ciò poiché, come è stato autorevolmente notato, “*da un punto di vista sostanziale, la clausola di drag along dà luogo (rispetto al risultato pratico) ad una sorta di diritto di riscatto per persona da nominare*”⁽¹¹⁸⁾, sottoponendo il socio (generalmente) di minoranza a uno stato di soggezione nei confronti del socio di maggioranza alienante. L'elemento della soggezione, nonché l'evidente parallelismo con le clausole di riscatto, è ciò che ha fatto emergere alcuni dubbi in capo agli interpreti, fondati sulla – possibile – problematicità di una pattuizione che possa comportare l'esclusione di un socio dalla compagine per volontà di un diverso soggetto (*i.e.* del socio alienante).

A tale riguardo, la giurisprudenza di merito ha sviluppato un “*rimedio*”, operante sul piano della partecipazione alla deliberazione dell'assemblea dei soci nel momento dell'introduzione della clausola in esame fra le disposizioni statutarie; problema che, evidentemente, non si pone in sede di costituzione della società, momento in cui è fisiologicamente presente il consenso di tutte le parti⁽¹¹⁹⁾.

L'inammissibilità della “*forzatura*” al disinvestimento, su impulso altrui, è ciò che ha spinto il Tribunale di Milano a dichiarare che: “*la attribuzione al socio (o ai soci) di maggioranza di un potere di vendita forzata delle partecipazioni di minoranza [può] essere introdotta nello statuto solo con il consenso di tutti i soci (e, dunque, in particolare con*

(117) *Ex multis*, G. Sbisà, cit. a nt. 1, 638-639, rimarca la “*non facile dimostrazione che attualmente il nostro sistema consenta*” soluzioni diverse rispetto a quella dell'introduzione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari a maggioranza. Sul punto si veda anche L. Stanghellini, cit. a nt. 99, 560, ove l'Autore chiarisce l'intento del legislatore del 2003: la spettanza del diritto di recesso ex art. 2437, comma 2, lett. b) c.c. in caso di introduzione di vincoli alla libera circolazione delle azioni “*pone dunque fine all'annoso dibattito circa la possibilità di introdurre limiti alla circolazione con deliberazione maggioritaria, che è oggi consentita salvo diritto di recesso (spettante anche per l'ipotesi di soppressione)*”.

(118) G. Sbisà, cit. a nt. 1, 639; l'affinità dell'istituto in esame con la fattispecie del riscatto è rimarcata dalla maggioranza della dottrina (su cui si vedano le considerazioni descritte nel prosieguo del presente paragrafo). La natura delle clausole in commento è tuttavia dibattuta (per un esame delle diverse posizioni, si rinvia a M. Maltoni, cit. a nt. 25, 432).

(119) P. Divizia, cit. a nt. 13, 169: “*nulla quaestio in sede di costituzione in cui la struttura contrattuale garantisce l'esistenza di una volontà comune di tutti i soci fondatori a che siano presenti dette clausole. Più complessa è, invece, l'ipotesi di modifica dello statuto sociale, con inserimento ex novo di clausole di covendita o trascinarsi*”; principio ribadito in P. Divizia, cit. a nt. 6, 400; F. Massa, *Introduzione di drag along e consenso del socio forzabile*, in *Corr. mer.*, 2011, 694.

il consenso del socio ‘forzabile’), altrimenti venendosi in definitiva a rimettere nelle mani solo di alcuni membri della compagine sociale – senza il preventivo consenso degli altri e in assenza di specifica previsione normativa – la radicale alterazione della stessa struttura del rapporto sociale, comportante la pluralità di apporti per l’esercizio in comune dell’impresa” ⁽¹²⁰⁾.

La – condivisibile – conclusione raggiunta dal giudice ambrosiano è che sia dunque necessario il consenso di tutti i soci “forzabili” ai fini della valida introduzione statutaria della clausola di *drag/bring along* nello statuto, poiché, altrimenti, si realizzerebbe un’operazione di spossessamento, involontario e coatto, della partecipazione sociale.

Tale soluzione ha accolto quanto suggerito dall’interpretazione notarile, manifestata negli anni precedenti, secondo cui: *“le clausole statutarie che impongono a determinati soci, ad esempio i soci di minoranza, l’obbligo di cedere ad un giusto prezzo (comunque non inferiore al valore determinato ai sensi dell’art. 2437 ter c.c.) le loro azioni nel caso in cui altri soci, nell’esempio quelli di maggioranza, decidano di alienare le loro sono legittime a condizione che siano adottate con il consenso di tutti i soci”* ⁽¹²¹⁾.

La posizione dottrinale maggioritaria ⁽¹²²⁾, che ha sposato tali soluzioni, ha fatto principalmente leva sul diritto “assoluto” al mantenimento dello *status socii*: il partecipante al capitale non potrebbe essere privato della propria posizione corporativa senza aver acconsentito a ciò, almeno in via eventuale, al momento dell’introduzione della clausola nello statuto sociale.

Per quanto la soluzione unanimitica (intesa come rimedio alla criticità riscontrata) sia condivisibile – in ragione dell’evidente esigenza di tutela dei soci di minoranza da un possibile abuso della maggioranza, che potrebbe avvantaggiarsi in via strutturale della propria posizione, rimodellando gli assetti proprietari senza il consenso di tutti i partecipanti al contratto sociale – occorre sottolineare che sarebbe più opportuno giustificare la stessa facendo leva non tanto sul mantenimento dello *status* di socio, quanto piuttosto sulla preservazione dell’integrità dell’investimento effettuato (ossia l’impedimento di una possibile “radicale alterazione della stessa struttura del rapporto sociale” avente impulso unilaterale) ⁽¹²³⁾.

Risulta infatti evidente che il mantenimento dello *status socii*, in quanto tale, non può costituire il bene giuridico tutelato, altrimenti sarebbero possibili facili elusioni, consentite da una lettura eccessivamente formalistica del precetto.

Se così fosse, infatti, sfuggirebbero dal perimetro della tutela:

(120) Trib. Milano, 24-3-2011, cit. a nt. 1. Nel 2008 lo stesso Tribunale aveva affermato che si tratta di una “forma di auto-limitazione del diritto di proprietà” (Trib. Milano, 31-3-2008, cit. a nt. 1).

(121) Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, massima n. H.I.19 (*Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie azioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro*), 2006.

(122) P. Divizia, cit. a nt. 1, 149; P. Divizia, cit. a nt. 13, 171; P. Divizia, cit. a nt. 6, 402; E. Malimpensa, cit. a nt. 45, 386, ove l’Autrice evidenzia l’importanza della “assenza di qualsiasi effetto espropriativo conseguente alla sua operatività e, in definitiva, della sua base necessariamente consensuale”; E. Malimpensa, *Introduzione durante societate di riscatto e drag along e principio maggioritario*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 655; F. Massa, cit. a nt. 119, 696; A. Ferrucci – C. Ferrentino, cit. a nt. 87, 484 (nt. n. 904); *contra*, Consiglio Notarile di Roma, massima n. 8 (*Clausole di co-vendita e di trascinamento: possibilità di introduzione a maggioranza*), 2013.

(123) G. A. Rescio, cit. a nt. 109, 1062-1065.

- (a) la clausola di *drag along* strutturata in modo tale da prevedere il trascinarsi di tutte le azioni del socio “forzato” meno una certa misura irrisoria, o comunque residuale (non spogliando il socio del suo *status*, quantomeno formalmente)⁽¹²⁴⁾; nonché
- (b) la clausola di trascinarsi “proporzionale”, poiché essa diluisce l’entità delle quote partecipative dei soci cedenti, pur preservandone la presenza all’interno della compagine sociale.

Se, dunque, l’esigenza di tutela si fonda sull’illiceità di un disinvestimento forzoso, eseguito senza il consenso del “trascinato”, sarebbe corretto fare riferimento alla preservazione non tanto dello *status socii*, quanto piuttosto dell’investimento effettuato⁽¹²⁵⁾.

4.1 Unanimità dei consensi e riscatto azionario

Per altro verso, il ragionamento del Tribunale di Milano e dei commentatori si fonda sugli effetti della clausola di *drag along*, facendo riferimento alla disciplina codicistica in materia di disposizioni statutarie di riscatto dei titoli, ai sensi dell’art. 2437 *sexies* c.c.

È evidente, infatti, il parallelismo fra la clausola di *drag along* – secondo cui un socio può trascinare un altro membro della compagine sociale verso il disinvestimento – e la clausola di riscatto (o di riacquisto), tipizzata dal Codice Civile, ossia quella che fa riferimento “alle azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci” (art. 2437 *sexies* c.c.): in entrambi i casi, pacificamente, i soci versano in uno stato di “soggezione”⁽¹²⁶⁾.

Data la simmetria, quantomeno degli effetti, con il caso dell’introduzione di clausole statutarie di riscatto, assume significativa importanza quanto previsto dalla Seconda Direttiva Societaria⁽¹²⁷⁾, in ragione della quale: “qualora la legislazione di uno Stato Membro autorizzi le società ad emettere delle azioni riscattabili, essa stabilisce per il riscatto di tali azioni almeno il rispetto delle condizioni seguenti: a) il riscatto deve essere

(124) In questo senso, G. A. Rescio, cit. a nt. 109, 1063: “a parere di chi scrive, dovrebbe meglio discutersi di un ipotetico diritto al mantenimento dell’investimento. Infatti il problema non sembra poter essere diversamente affrontato e risolto ove la clausola di trascinarsi fosse configurata nel senso di costringere il socio che vi è soggetto a cedere la parte più cospicua delle proprie azioni, rimanendo titolare di poche azioni (al minimo, di una sola azione). Probabilmente ciò non raggiungerebbe appieno l’obiettivo del completo ricambio della base sociale in caso di cessione del controllo; ma, se questo obiettivo non fosse perseguibile per mancanza della richiesta unanimità nell’introduzione della clausola, il depotenziamento della minoranza dissenziente ottenibile attraverso l’introduzione a maggioranza di una clausola che costringa i soci a cedere ‘tutte le azioni meno una’ non sarebbe un risultato disprezzabile”.

(125) G. A. Rescio, cit. a nt. 109, supra nt. n. 50.

(126) Trib. Milano, 24-3-2011, cit. a nt. 1, secondo il quale la clausola di trascinarsi è “omogenea rispetto alla fattispecie delle azioni riscattabili oggi espressamente prevista dall’art. 2437-*sexies*, fattispecie anch’essa connotata dalla soggezione del titolare delle azioni al ‘potere di riscatto’ altrui, potere il cui esercizio condiziona dunque anche in questo caso la stessa permanenza del socio nell’ente”; P. Divizia, cit. a nt. 6, 401; M. Libertini, cit. a nt. 17, 23-24 (nt. 45); G. Sbisà, cit. a nt. 1, 639.

(127) Direttiva 77/91/CEE del Consiglio (cosiddetta Seconda Direttiva Societaria), recentemente sostituita dalla Direttiva 2012/30/UE sul coordinamento delle garanzie che sono richieste, negli Stati Membri, alle società di cui all’art. 54, secondo par. del Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa (pubblicata in GU L 315, 14.11.2012).

autorizzato dallo statuto o l'atto costitutivo prima della sottoscrizione delle azioni riscattabili" (art. 43, par. 1).

Se, dunque, il legislatore europeo ha specificato che non sia riscattabile – in tutto o in parte – la partecipazione del socio che non abbia acconsentito a ciò, tutelandone il diritto di proprietà, pare ragionevole concludere che il medesimo effetto non possa essere raggiunto attraverso l'utilizzo di una clausola di covendita del tipo *drag* o *bring along*, il cui effetto (dal punto di vista del socio minoritario trascinato) è il medesimo.

Come è stato notato, la previsione di cui alla Seconda Direttiva Societaria mira a tutelare, anzitutto, la posizione del socio potenzialmente "riscattato" ⁽¹²⁸⁾, disponendo che sia in ogni caso necessario il suo consenso, da manifestarsi prima della sottoscrizione delle azioni riscattabili.

Proprio in tale ottica, assume rilevanza quanto chiarito dal Consiglio Notarile di Milano, il quale ha avuto modo di affermare che "le azioni riscattabili possono essere invece previste con delibera assembleare adottata con le maggioranze normalmente richieste per le modificazioni dello statuto qualora [...] la riscattabilità sia prevista quale condizione in cui qualsiasi azione può incorrere al verificarsi di particolari situazioni e – al momento dell'inserimento – nessuno degli azionisti si trovi in tali situazioni" ⁽¹²⁹⁾.

La regola introdotta dal notariato milanese, che pur potrebbe apparire contrastante con il dettato della Seconda Direttiva, parrebbe avere la medesima *ratio* di quella assunta dalla citata pronuncia giurisprudenziale del 2011: tutelare la posizione del socio forzabile/riscattabile, prevedendo che sia necessario, ai fini della validità dell'introduzione del vincolo, il consenso di tutti i soggetti effettivamente (non *potenzialmente*) sottoposti agli effetti della clausola in esame.

In questo senso, come è stata ammessa l'introduzione a maggioranza di clausole di riscatto le cui condizioni non si siano ancora verificate, in deroga alla regola generale che richiede il consenso di tutti i soci possibilmente riscattati, così il consenso dei soci forzati dalla clausola di *drag along* deve essere sempre presente, quasi si trattasse di un riscatto *con condizione già verificata*, essendo necessario non il realizzarsi di un evento esterno alla volontà delle parti coinvolte, bensì la decisione di dismettere la propria partecipazione trascinando con sé altri membri della compagine sociale.

In ogni caso, pare corretto sostenere che l'unanimità dei consensi dovrà essere valutata non tanto in base all'intera compagine sociale, quanto, piuttosto, alla classe di soci possibilmente trascinati all'esterno della stessa. Non avrebbe rilevanza il consenso di soci non interessati dalla clausola di *drag* o *bring along*, in quanto non soggetti alla medesima.

Si registrano, tuttavia, opinioni contrarie all'interpretazione descritta.

(128) G. A. Rescio, cit. a nt. 109, 1068, secondo cui la Seconda Direttiva pretende "la protezione di quei soci di minoranza che su decisione o impulso o interesse dei soci di maggioranza, e in assenza di un interesse riferibile alla società come tale, e quindi all'indeterminato socio, vengano privati della partecipazione sociale o depotenziati nei loro diritti sociali".

(129) Consiglio Notarile di Milano, massima n. 99 (*Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto*), 2007. Per una diversa visione della massima in commento, si veda A. Negri Clementi – N. Perricone, cit. a nt. 19, 966.

Autorevole dottrina ha sostenuto che la regola unanimistica non parrebbe compatibile con la riconduzione delle clausole di covendita nell'alveo delle clausole limitative della circolazione delle partecipazioni sociali, nell'ambito delle quali le disposizioni codicistiche consentono al socio "limitato" di fruire "della tutela preventiva costituita dall'esercizio del diritto di recesso, qualora non abbia approvato la deliberazione concernente l'introduzione della clausola" ⁽¹³⁰⁾, rendendo "inaccettabile l'idea che clausole di tal genere, pur ammissibili in linea di principio, possano essere introdotte nello statuto solo all'unanimità" ⁽¹³¹⁾.

In senso analogo si è espresso il Consiglio Notarile di Roma, secondo il quale risulterebbe ben possibile l'introduzione a maggioranza (in ossequio alla regola di cui all'art. 2355 bis c.c.), purché "al momento dell'introduzione della clausola nessun socio di trovi in condizione di essere gravato dai limiti connessi alla clausola medesima" ⁽¹³²⁾.

Tale soluzione non pare, tuttavia, condivisibile, quantomeno nella misura in cui la limitazione alla circolazione delle azioni sia accompagnata da un diritto assimilabile al riscatto azionario come quello di *drag along* (idea ammessa dalla stessa dottrina critica sul punto dell'unanimità dei consensi ⁽¹³³⁾), la cui condizione si sia verificata, dovendosi solo attendere la manifestazione della volontà di profittare del contenuto della pattuizione da parte del socio originariamente alienante ⁽¹³⁴⁾. La limitazione alla circolazione dei titoli parrebbe, difatti, costituire uno solo degli elementi più caratterizzanti le clausole di *drag*, *bring* e *tag along*, dovendosi riconoscere a esse svariate sfaccettature e proprietà tipiche.

Porre quale limite la correttezza e la buona fede – in una situazione di potenzialità e non di attualità della "espropriazione" – pare sollevare eccessive complicazioni di ordine interpretativo e di verifica concreta nel caso di specie.

(130) G. Sbisà, cit. a nt. 1, 639, in cui l'Autore conclude: "Non sussistono, quindi, reali ragioni per negare che le clausole di *drag along* rientrano nella tipologia di quelle previste dall'art. 2355 bis, con la conseguenza che, per la loro introduzione nello statuto, vale la regola del principio maggioritario. È, infatti, opinione indiscussa che i vincoli alla circolazione delle azioni possono essere introdotti nello statuto con deliberazione maggioritaria, come si evince, implicitamente, ma in modo univoco, dall'art. 2437, proposizione iniziale del primo comma e secondo comma, lett. b) c.c."

(131) M. Libertini, cit. a nt. 47, 23-24 (nt. 45).

(132) Consiglio Notarile di Roma, massima n. 8, cit., ove si aggiunge che la deliberazione a maggioranza sarà consentita "purché nel rispetto dei principi di correttezza, buona fede e parità di trattamento fra i soci".

(133) M. Libertini, cit. a nt. 17, 23-24 (nt. 45).

(134) In ossequio, fra l'altro, al dettato normativo di cui all'art. 43, par. 1 della Seconda Direttiva Societaria (come modificata); in questo senso G. A. Rescio, cit. a nt. 109, 1069.

4.2 Cenni sulla natura della clausola di drag along e sua indifferenza ai fini del quorum di introduzione nello statuto sociale

Preme sottolineare che la regola unanimistica in commento prescinde dalla qualificazione giuridica della clausola di *drag along*, in quanto, come si è detto, ciò che rileva è piuttosto l'effetto raggiunto dalla stessa e la sua assimilabilità al caso del riscatto azionario con condizione già verificata.

In particolare, l'unanimità dei consensi dei soci forzabili sarà necessaria a prescindere dal fatto che si voglia qualificare la clausola di trascinamento (o di trascinamento automatico) come:

- (a) contratto di opzione d'acquisto (cosiddetta *call option*) per persona da nominare ex art. 1401 c.c., ove il terzo è individuato dal socio (generalmente di maggioranza) offerente originario nella dichiarazione di voler profittare della clausola in esame ⁽¹³⁵⁾;
- (b) contratto preliminare unilaterale per persona da nominare, condizionato all'azionamento della clausola da parte del socio offerente originario ⁽¹³⁶⁾;
- (c) contratto di opzione d'acquisto a favore del terzo, ex art. 1411 c.c.: *“il socio di minoranza assume la veste di promittens, il socio di maggioranza quella di stipulans, mentre l'acquirente esterno ricopre il ruolo di terzo”* ⁽¹³⁷⁾;
- (d) contratto di mandato a contrarre in *rem propriam*, senza rappresentanza, avente dunque natura irrevocabile ⁽¹³⁸⁾ ⁽¹³⁹⁾.

L'effetto possibilmente *“espropriativo”* è infatti presente nelle clausole di *drag along* come elemento strutturale tipico, indipendente dalla riconduzione sistematica a uno specifico istituto giuridico. L'intento, condivisibile, della richiesta di consenso unanime dei soci toccati dalla clausola di trascinamento è infatti evitare che sia rimessa *“nelle mani solo di alcuni membri della compagine sociale - senza il preventivo consenso degli altri e in assenza di specifica previsione normativa - la radicale alterazione della stessa struttura del rapporto sociale, comportante la pluralità di apporti per l'esercizio in comune dell'impresa”* ⁽¹⁴⁰⁾.

(135) D. Proverbio, cit. a nt. 37, 72.

(136) C. d'Alessandro, cit. a nt. 82, 382: *“Quanto al contratto preliminare unilaterale per persona da nominare, è da notare come, considerata la sua struttura, comportante obbligazioni di una parte soltanto, la electio amici o la sua mancanza producono effetti (artt. 1404 e 1405 c.c.) perfettamente conformi con gli intenti dei contraenti”*.

(137) C. di Bitonto, cit. a nt. 16, 1381; M. Libertini, cit. a nt. 17, 22; Trib. Milano, 31-3-2008, che definisce la *drag along* come una *“opzione call [concessa dal socio di minoranza] al socio di maggioranza in favore di un terzo al momento non determinato (il terzo offerente)”*.

(138) L. Fabbrini, cit. a nt. 16, 1040; P. Divizia, cit. a nt. 1, 156, che rimarca come tale soluzione corrobori la necessità del consenso unanime: *“come potrebbe il mandante in una vendita restare vincolato agli effetti di un contratto di mandato alla cui stipulazione non è intervenuto ovvero in relazione al quale non ha prestato il proprio consenso?”*.

(139) Per puntuali critiche alle ricostruzioni sopra riportate, si veda M. Maltoni, cit. a nt. 25, 438.

(140) Trib. Milano, 24-3-2011, cit a nt. 1.

4.3 Trascinamento e prelazione

La giurisprudenza ambrosiana si è inoltre espressa su un aspetto collaterale – pur collegato – alla clausola di trascinamento, per l'introduzione della quale, come si è visto, è richiesto il consenso di tutti i soci “forzabili”.

Segnatamente, il Tribunale di Milano ha evidenziato l'insufficienza della presenza di una clausola di prelazione, a favore del socio potenzialmente trascinato, al fine di “riequilibrare” la disparità derivante dall'assoggettamento di quest'ultimo al possibile esproprio della partecipazione detenuta. La clausola di *drag along* non sarà dunque introducibile a semplice maggioranza in ragione della presenza di una clausola di prelazione che consenta (eventualmente) al socio di minoranza di acquistare la quota maggioritaria offerta al terzo, prima che quest'ultimo la ceda al terzo acquirente.

Il Tribunale ha statuito che *“l'esercizio del diritto di prelazione in alternativa all'obbligo di co-vendita, di per sé, non possa garantire la congruità del prezzo di dismissione, che resta comunque ancorata a valutazioni soggettive e arbitrarie del socio di maggioranza, rispetto alle quali il socio di minoranza non ha altro margine di intervento e tutela che non sia quello dell'esercizio di un diritto di acquisto, il quale, però, finisce per configurarsi in queste strettoie, più che come una garanzia, co- me un'ulteriore costrizione della libertà negoziale del socio di minoranza, obbligato ad acquistare la quota di maggioranza – dunque ad un notevole impiego di risorse finanziarie – tutte le volte che non ritenga conveniente la cessione della sua partecipazione al prezzo offerto”* ⁽¹⁴¹⁾.

Questa conclusione è stata ribadita dal medesimo giudice nella richiamata pronuncia del 2011 ⁽¹⁴²⁾ e condivisa dalla dottrina che ha commentato tali pronunce ⁽¹⁴³⁾, in ragione del fatto che la possibilità attribuita al socio di minoranza di acquistare le quote offerte dal socio maggioritario al terzo non solo non costituirebbe un bilanciamento della “*soggezione a possibile cessione forzata*”, bensì integrerebbe un possibile (ulteriore) onere in capo al primo. Infatti *“anche là dove previsto l'annesso diritto di prelazione, la realtà ha dato testimonianza di come questo possa essere di fatto vanificato tutte le volte in cui il terzo sia in qualche modo pilotato dalla maggioranza, al punto da formulare una proposta di acquisto nel momento esatto in cui il socio di minoranza non è in condizioni economiche di avvalersi della prelazione”* ⁽¹⁴⁴⁾.

Pare, dunque, corretto ritenere irrilevante, ai fini del bilanciamento della posizioni soggettive dei soci potenzialmente soggetti alla covendita statutaria, l'astratta possibilità per il socio di minoranza di essere preferito nell'acquisto della quota di maggioranza originariamente offerta, risolvendosi tale facoltà in un ulteriore onere finanziario ⁽¹⁴⁵⁾.

(141) Trib. Milano, 31-3-2008, cit a nt. 1, con note adesive di C. di Bitonto, cit. a nt. 16 cit.; R. Weigmann, *Clausola statutaria di covendita*, *Giur. it.*, II, 2009; E. Malimpensa, cit. a nt. 45.

(142) Trib. Milano, 24-3-2011, cit a nt. 1.

(143) Trib. Milano, 24-3-2011, cit a nt. 1; con note adesive di P. Divizia, cit. a nt. 6, 401-402; F. Massa, cit. a nt. 119; S. Luoni, *Clausole di covendita*, in *Giur. it.*, 2011, 2583, che ribadisce come *“la previsione di prelazione lascia comunque esposto il socio ‘forzabile’ a variabili relative alle proprie disponibilità finanziarie nel momento della iniziativa altrui, cosicché il meccanismo della prelazione non pare di per sé idoneo in linea generale a sottrarre il socio ‘forzabile’ alla soggezione al potere di vendita altrui”*. Dubitativa sul punto E. Malimpensa, cit. a nt. 45, 388.

(144) F. Massa, cit. a nt. 119, 697.

(145) Si veda *supra*.

4.4 Diritto di seguito (tag along): permanenza della regola maggioritaria

La struttura della clausola di *tag along* pare invece non idonea a sollevare criticità in relazione all'entità di consensi accordati all'introduzione della clausola nello statuto sociale: il diritto di seguito, infatti, non lede la posizione di alcun socio (nessun soggetto viene infatti spogliato della propria posizione corporativa per volontà altrui), introducendo al più limitazioni alla piena e libera circolazione delle partecipazioni coinvolte ⁽¹⁴⁶⁾.

Dal punto di vista del socio di maggioranza, infatti, la procedura di potenziale cessione è gravata dalla limitazione derivante dall'obbligo di verificare la possibilità di cedere anche la partecipazione del socio di minoranza, che azioni il proprio diritto di seguito ⁽¹⁴⁷⁾. Il socio di minoranza, d'altro canto, non patisce alcuna restrizione derivante dall'imposizione di una certa "soggezione" alla volontà altrui, diversamente da quanto evidenziato in materia di clausole di trascinarsi (facoltativo o automatico).

Appare indubbio, dunque, che le esigenze di tutela manifestate dalla dottrina maggioritaria e dalla recente giurisprudenza del Tribunale di Milano non trovino applicazione con riferimento al diritto di seguito: nessun socio potrà essere privato della propria posizione "giuridico-economica" quale membro della compagine sociale, sicché la struttura tipica della clausola è irrilevante da tale punto di vista ⁽¹⁴⁸⁾.

Inoltre, sembra potersi affermare che la regola maggioritaria applicabile alle clausole di *tag along* derivi dall'indubbia sussunzione fra le clausole limitative della circolazione delle azioni, ai sensi dell'art. 2355 *bis*, comma 2 c.c. ⁽¹⁴⁹⁾, cui trova pacificamente applicazione l'introduzione a semplice maggioranza.

(146) A. Ferrucci – C. Ferrentino, cit. a nt. 87, 485, che definiscono la clausola di *tag along*, a questo riguardo, come una pattuizione "meno invasiva [che non incide] in maniera diretta sulle posizioni giuridico-economiche dei soci".

(147) "La clausola di accodamento (*tag along*) comporta l'obbligo per il socio venditore di fare in modo che il terzo acquisti (integralmente o in proporzione alle quote possedute, a seconda della formulazione della clausola) anche le azioni degli altri soci e tale condizione si riflette sulla legittimazione all'esercizio dei diritti sociali. Si tratta, quindi, di un limite al trasferimento delle azioni analogo a quello delle figure tradizionalmente ricomprese nell'ambito di applicazione dell'art. 2355 *bis* c.c.", G. Sbisà, cit. a nt. 1, 636-637, nonché, M. Del Linz, cit. a nt. 101; Ballerini, cit. a nt. 85, *passim*; M. Maltoni, cit. a nt. 25, 442; Consiglio Notarile di Milano, massima n. 88, cit.

(148) P. Divizia, cit. a nt. 6, 403; E. Malimpensa, cit. a nt. 122, 655 (nt. 1).

(149) L. Stanghellini, cit. a nt. 6, 560; E. Malimpensa, cit. a nt. 122, 655 (nt. 1).

4.5 L'incidenza del tipo sociale: S.p.A. e S.r.l. a confronto

Ultimo aspetto da affrontare nell'analisi delle particolari regole applicabili alle clausole statutarie di covendita di tipo *drag* e *bring along* – con riguardo alle quali sono state descritte le ragioni poste alla base della necessità del consenso unanime in sede di introduzione statutaria – è l'incidenza del tipo sociale, ossia della forma di costituzione dell'ente.

In materia di società a responsabilità limitata, assumendo una posizione interpretativa del tutto differente rispetto a quelle summenzionate (riferite a società azionarie), il Tribunale di Milano ha sancito l'introducibilità a maggioranza di clausole di trascinamento, ponendo, come condizione di validità, il fatto che *“tutti quanti i soci vengano a trovarsi nella medesima posizione [...] ad esclusione dunque di qualsivoglia vantaggio o peso attribuito a singoli soci”* ⁽¹⁵⁰⁾.

Segnatamente, il giudice ambrosiano ha rilevato che, in materia di società a responsabilità limitata, *“l'ispirazione di fondo della disciplina, in una materia che non tocca in alcun modo la posizione di terzi, deve ragionevolmente far prevalere una lettura di stretta interpretazione dei limiti imposti alla autonomia privata”* ⁽¹⁵¹⁾. Per tale ragione, sebbene non dichiarato apertamente nella sentenza in oggetto, pare che le conclusioni raggiunte non possano essere estese alle altre forme societarie, in quanto, in tal caso, assume maggiore rilevanza e incisività l'esigenza di tutela della posizione di *“investitore”* (spersonalizzata) del socio, diversamente da quanto avviene in ambito di società a responsabilità limitata.

La sentenza, peraltro, fa riferimento alla citata massima n. 99 del Consiglio Notarile di Milano ⁽¹⁵²⁾, traendo da essa la conclusione che è ben possibile introdurre a maggioranza sistemi statutari di riscatto (o *drag along*, applicabili a tutti i soci), a condizione che non si vengano a creare situazioni di disparità fra le posizioni soggettive dei soci ⁽¹⁵³⁾.

Ebbene, tale lettura non pare condivisibile, poiché la clausola di trascinamento non si fonda tanto su una condizione non ancora verificata (in grado dunque di garantire parità di trattamento fra i soci), quanto, piuttosto, sulla decisione del socio offerente di imporre la covendita agli altri membri della compagine sociale. Appare radicale tale distinzione: l'introduzione a maggioranza di una clausola di *drag along* non è cosa idonea a garantire che *“tutti quanti i soci vengano a trovarsi nella*

(150) Trib. Milano, 22-12-2014, cit a nt. 1, con note di A. Negri Clementi – N. Perricone, cit. a nt. 19; D. Piselli, *Il principio di “equa valorizzazione” della partecipazione sociale è riferibile solo all'uscita del socio dalla società?*, in *Soc.*, VIII-IX, 2015; C. Lucato - E. M. Goitre, *Poteri della maggioranza assembleare e limiti al trasferimento di quote sociali*, in *Giur. it.*, 2015; I. Scotti, *Clausola di drag along e principio maggioritario*, in *Notariato*, 2015, 623.

(151) Si veda, *ex multis*, I. Scotti, cit. a nt. 150, 623: *“la disciplina post-riforma delle S.r.l. è stata fortemente improntata sulla centralità della posizione del socio al quale è stato riconosciuto il più ampio potere dispositivo nel dettare le regole di vita dell'ente”*.

(152) In cui si legge che *“le azioni riscattabili possono essere invece previste con delibera assembleare adottata con le maggioranze normalmente richieste per le modificazioni dello statuto qualora [...] la riscattabilità sia prevista quale condizione in cui qualsiasi azione può incorrere al verificarsi di particolari situazioni e – al momento dell'inserimento – nessuno degli azionisti si trovi in tali situazioni”*.

(153) Posizione sostenuta da A. Negri Clementi – N. Perricone, cit. a nt. 19, 966, secondo i quali *“è meritevole di accoglimento la statuizione del Trib. milanese in commento, la quale aderendo alla tesi favorevole alla maggioranza richiama correttamente la centralità del principio maggioritario nel governo delle società di capitali, purtuttavia evidenziando la necessità che giammai detto principio pregiudichi il principio di pari trattamento dei soci”*; in senso analogo Consiglio Notarile di Roma, massima n. 8, cit.

medesima posizione”⁽¹⁵⁴⁾, poiché il possibile evento che faccia “*scattare*” la covendita non è estraneo alla sfera di volontà dei soci coinvolti, essendo identificabile, al contrario, nella volontà del socio cedente di trascinare con sé un altro soggetto.

5. Brevi conclusioni in materia di clausole di covendita: limiti, condizioni ed efficacia

Alla luce di quanto descritto nei paragrafi precedenti, pare evidente la maggiore rispondenza alle esigenze di certezza dei soci coinvolti della previsione di una clausola di covendita statutaria, in grado di garantire un più solido regime di efficacia e di opponibilità nei confronti dei terzi: come si è visto, infatti, l’acquisizione di una partecipazione in violazione di una clausola dello statuto sociale comporta l’inopponibilità della stessa nei confronti della società, con la conseguente mancata acquisizione dei diritti propri della posizione di socio (cosa che non può avvenire in relazione alle previsioni parasociali, il cui unico rimedio è di tipo risarcitorio).

A tale proposito si registrano, tuttavia, due criticità. Da un lato, la clausola potenzialmente “*espropriativa*” (*drag* o *bring along*) sembrerebbe richiedere il consenso unanime dei soci forzabili, salvo il fatto che si tratti di società a responsabilità limitata e la clausola non generi disparità nella posizione dei diversi soci⁽¹⁵⁵⁾. Dall’altro, l’introduzione a maggioranza di una clausola statutaria di covendita – perché si riferisca all’ultima forma sociale citata, o perché di tipo non espropriativo, come la *tag along* – implica il sorgere del diritto di recesso in capo ai soci che non abbiano concorso alla relativa deliberazione, ai sensi dell’art. 2437, comma 2, lett. b) c.c. (“*hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti [...] l’introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari*”, se così previsto dallo statuto)⁽¹⁵⁶⁾.

Risulta dunque manifesta l’incidenza tanto del tipo di clausola che si voglia prevedere, quanto la sede formale in cui sia introdotta la stessa (se nello statuto sociale o in un contratto parasociale), come anche la forma societaria dell’ente coinvolto.

Ciò che emerge, pertanto, è l’assoluta varietà di opzioni (e soluzioni interpretative) che si presentano in capo a chi debba redigere una clausola di covendita, che ben si affianca alla varietà delle clausole stesse.

(154) C. Lucato – E. M. Goitre, cit. a nt. 150, 1163, sottolineano che “*l’introduzione di una clausola di covendita che sia mirata, già al momento della sua introduzione, a favorire una parte della compagine sociale a discapito degli altri soci, si porrebbe in netta antitesi con il generale obbligo di buona fede cui devono informarsi le dinamiche endosocietarie*”, ritenendo quindi legittima l’introduzione a maggioranza – in buona fede – di una clausola di trascinamento, poiché, in tal caso, sarebbe garantita la (equa) parità di trattamento fra soci.

(155) Trib. Milano, 22-12-2014, cit a nt. 1. In senso analogo anche parte (minoritaria) della dottrina che si è espressa sul punto e Consiglio Notarile di Roma, massima n. 8, cit.

(156) Salvo si acceda all’interpretazione secondo cui le clausole di *drag*, *bring* e *tag along* non costituiscano “*vincoli alla circolazione dei titoli azionari*” (P. Divizia, cit. a nt. 1, 63; N. de Luca, cit. a nt. 5, 75).

CAPITOLO 4, di Oreste Marchini

Equa valorizzazione delle partecipazioni societarie nel fenomeno delle clausole di tag e drag along

SOMMARIO: 1. Premessa di metodo allo studio della valorizzazione della partecipazione societaria nella previsione statutaria di trascinamento. - 2. Metodo di valutazione della partecipazione societaria nella ipotesi traslativa di tag e drag along. - 3. Consistenza patrimoniale quale criterio di determinazione della partecipazione sociale adattato alla clausola di trascinamento. - 4. Le prospettive reddituali come necessario criterio di determinazione dell'equo valore della partecipazione societaria a seguito delle mutate dinamiche di controllo per effetto del tag e drag along. 5. Valore di mercato come ipotesi residuale di determinazione del valore della partecipazione, soprattutto nel trascinamento societario. - 6. Momento di valutazione nel processo di trascinamento e nel procedimento di recesso: una mancata tutela? - 7. Prassi concreta e determinazioni di organismi professionali: conforto nelle scelte adottate.

1. Premessa di metodo allo studio della valorizzazione della partecipazione societaria nella previsione statutaria di trascinamento

La tematica della valorizzazione corretta delle azioni nell'ipotesi di trasferimento della titolarità della partecipazione societaria a seguito dell'esercizio della clausola di trascinamento (*tag e drag along*) necessita della previa lettura del disposto normativo in tema di recesso del socio dalle società di capitali, segnatamente dalla società per azioni, quale disciplina prescrittiva in materia di equa determinazione del valore della partecipazione.

Occorre, pertanto, prendere le mosse dall'art. 2347 *ter* c.c. La norma indica che il socio ha diritto alla liquidazione delle azioni per le quali esercita il recesso ed il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni⁽¹⁵⁷⁾.

Il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei

(157) Conf. F. Bonelli, *Ancora a proposito di nuove forme contrattuali*, in *Riv. dir. comm.*, 1995, I, 142; I. La Lumia, *La cessione ed il vincolo del diritto di voto nelle società per azioni*, ivi, 1915, II, 68.

mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso. Lo statuto delle società con azioni quotate in mercati regolamentati può prevedere che il valore di liquidazione sia determinato secondo i criteri legali, fermo restando che in ogni caso tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio di cui *supra*.

Lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione.

I soci hanno diritto di conoscere la determinazione del valore della propria partecipazione societaria nei quindici giorni precedenti alla data fissata per l'assemblea; ciascun socio ha diritto di prenderne visione e di ottenerne copia a proprie spese. In caso di contestazione da proporre contestualmente alla dichiarazione di recesso il valore di liquidazione è determinato entro novanta giorni dall'esercizio del diritto di recesso tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente.

Ora, le acquisizioni di sistema portano a evidenziare che, nelle dinamiche economiche afferenti il socio investitore, con particolare riferimento agli operatori di *private equity*, l'interesse sotteso alla partecipazione dello stesso risulta essere quello di capitalizzare il proprio investimento in un determinato momento, attraverso la quotazione equa delle partecipazioni della società ovvero attraverso la vendita a terzi del pacchetto acquisito, ottimizzando al massimo la propria partecipazione societaria ⁽¹⁵⁸⁾.

Se, dunque, si tiene presente l'operazione societaria di trascinamento nel suo complesso, ne deriva che la bilateralità di interessi risulta enucleare, da un lato, la volontà del socio finanziario, anche se detentore di una partecipazione di minoranza, di capitalizzare la propria quota del premio di maggioranza e, dall'altro, la volontà del socio entrante (acquirente) di ottenere migliori condizioni nella negoziazione, attesa la possibilità di possedere l'intero capitale sociale, senza alcun impedimento prelatizio da altri soci.

Ponendo in essere un ragionamento sistemico in tema di inquadrabilità della clausola di trascinamento, si può osservare che il contenuto della clausola, raffrontato con altri istituti della contrattualista del nostro ordinamento, è decisamente atipico.

Ed è proprio la atipicità della previsione statutaria a dover indurre una esegesi della normativa in materia di valorizzazione della partecipazione societaria in caso

(158) Cfr. F. Carbonetti, *I patti parasociali nelle società non quotate alla luce del Testo unico della finanza*, in *Riv. Soc.*, 1998, 909; F. Chiappetta, *I patti parasociali nel Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, *ivi*, 988; F. Kustermann, *Osservazioni sui patti parasociali dopo la riforma Draghi*, in *Soc.*, 1998, 910; D. Fico, *I patti parasociali dopo la "riforma Draghi"*, in *Dir. prat. soc.*, 1998, n. 3, p. 15; V. Salafia, *I patti parasociali nella disciplina contenuta nel d. lgs. 58/1998*, in *Soc.*, 1999, 261; V. Cariello, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 1999, 718.

di recesso in funzione di sussumere, in modo sistematico, all'interno della disciplina positiva il caso oggetto del presente studio.

2. Metodo di valutazione della partecipazione societaria nella ipotesi traslativa di tag e drag along

La disciplina del diritto di recesso del socio, a seguito della approvazione di delibera legittimante tale diritto, deve essere attentamente e sistematicamente letta con la previsione statutaria delle clausole di *tag* e *drag along*: valga, *in limine*, evidenziare come le fattispecie di *exit* del socio, *ex art. 2437 ter c.c.* e per previsione statutaria, non possono trovare perfetta coincidenza applicativa ⁽¹⁵⁹⁾.

Si rifletta: proprio nella prospettiva di voler ricercare il metodo della corretta valutazione della partecipazione del socio uscente, la previsione del recesso segue ad una normata e previa conoscenza del socio in tema di determinazione del valore della partecipazione entro un termine congruo rispetto alla riunione assembleare che, eventualmente, può legittimare l'esercizio del recesso; *a contrario*, nel caso di uscita del socio per effetto dell'azionamento della clausola di trascinamento, salva diversa e ultronea indicazione pattizia, il socio non viene a conoscere, in via preventiva, la determinazione del valore della propria partecipazione e le connesse modalità utilizzate all'organo di amministrazione nell'operazione valutativa.

Si badi: atteso che la clausola contrattuale di trascinamento, inserita nello statuto sociale, attribuisce il diritto a un socio, generalmente, ma non necessariamente, di maggioranza, di negoziare la vendita della propria partecipazione, il quale, per converso, si obbliga a cedere le proprie partecipazioni al terzo con il quale il socio venditore abbia raggiunto l'accordo, alle medesime condizioni contrattuali e al medesimo prezzo *pro quota*, i soci subenti la covendita soffrono di una chiara asimmetria informativa rispetto al socio recedente per causa legale inderogabile.

Il flusso informativo, in prima battuta, misura la distanza, giuridica e poi economica, tra il criterio di determinazione del valore della partecipazione nella disciplina del recesso e nella clausola di trascinamento ⁽¹⁶⁰⁾.

Pertanto, pare opportuno iniziare a esaminare la disciplina relativa alle azioni di società non quotate.

Tale disciplina prescrive che ai fini della valorizzazione di una partecipazione occorre tenere conto "*della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni*".

(159) In tema, recentemente, cfr. N. de Luca, *Validità delle clausole di trascinamento (drag along)*, in *Banca borsa*, 2009, 174; F. Bruno - A. Rozzi, *Patto parasociale occulto e «non patto» in società quotata: il caso (vittorioso) della Carige nella scalata Unipol a Bnl*, in *Giur. comm.* II, 2011, 445; E. Macrì, *I patti a durata variabile e la risoluzione tacita*, *ivi*, 2009, 997; L. Fabbrini, *cit.* a nt. 16, 1034; C. F. Giampaolino, *cit.* a nt. 10, 523.

(160) Cfr. G. A. Rescio, *I patti parasociali dopo il d. lgs. 6/2003*, in *Le società: autonomia privata e suoi limiti nella riforma (Atti del Convegno di Taormina 21-22-3-2003)*, in *Quad. not.*, 2003, 109; G. Lombardi, *I patti parasociali nelle società non quotate e la riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 267; B. Meoli - S. Sica, *I patti parasociali nella riforma del diritto societario*, *ivi*, 590; A. Grieco, *Patti parasociali e riforma societaria*, in *Giust. civ.*, 2003, II, 525.

Siffatto criterio non è quindi basato, come in passato, su valori contabili storici, che possono portare ad una sottostima del valore della partecipazione a svantaggio del recedente, bensì su valori attuali, discendenti dall'applicazione di appropriati metodi di valutazione e tenendo conto di dati prospettici e di mercato.

Se, tuttavia, tali criteri appaiono rispondere all'esigenza di giungere alla determinazione di un "fair value" della partecipazione per la quale è esercitato il recesso, non mancano problemi interpretativi e applicativi ⁽¹⁶¹⁾.

Occorre in primo luogo osservare che la valutazione lascia ampi margini di discrezionalità agli amministratori, ai quali è semplicemente richiesto di "tenere conto" di tre elementi: *consistenza patrimoniale, prospettive reddituali ed eventuale valore di mercato*; si tratta di espressioni che, come meglio si vedrà in appresso, si sostanziano nell'applicazione congiunta di diversi metodi di valutazione: di tipo "patrimoniale", "reddituale" e "basati sui prezzi di mercato".

Gli amministratori possono attribuire pesi differenti ai valori determinati in base a tali criteri, tenendo conto delle specifiche circostanze: ad esempio, la facile reperibilità dei prezzi delle azioni potrebbe portare a riconoscere maggior o minor "peso" al riferimento ai valori di mercato. La necessità di tenere conto dei tre elementi indicati ai fini della valorizzazione della partecipazione non implica certamente l'obbligo di attribuire uguale rilievo a tutti e tre, potendosi verificare casi in cui non risulti economicamente corretto tenere conto delle prospettive reddituali ovvero della misurazione patrimoniale: quando ad esempio non sono disponibili dati attendibili per una ragionevole stima dei flussi di redditi futuri prodotti dall'impresa (ad esempio nel caso di società neocostituita), o a casi nei quali il mero dato patrimoniale non è significativo ai fini della determinazione del valore della partecipazione (ad esempio, imprese operanti in settori ad elevata tecnologia il cui patrimonio è rappresentato quasi esclusivamente da brevetti iscritti in bilancio a costi storici). In tali ipotesi gli amministratori potranno ritenere che, nella ponderazione dei tre elementi dei quali è necessario tenere conto, ad uno o a due di essi occorra attribuire un rilievo scarsamente o per nulla rilevante ⁽¹⁶²⁾.

Proprio tali argomentazioni, basate su di un'analisi economica del diritto, portano a ritenere – per la valorizzazione della partecipazione societaria – come elemento scriminante la tutela del socio che subisca l'azionamento convenzionale del patto di trascinamento societario.

È tuttavia da sottolinearsi che, in applicazione di quanto previsto dalla norma e estensivamente applicabile al fenomeno del *tag e drag along*, la discrezionalità non può sconfinare nella arbitrarietà, essendo ovviamente gli elementi indicati dalla

(161) In tema, M. Molinari, *Disciplina dei patti parasociali e coordinamento con le norme del t.u.f.*, in *Dir. prat. soc.*, 2003, n. 21, 32; M. Bignami - G. Calabi, *I patti parasociali: l'evoluzione della giurisprudenza e la riforma del diritto societario. Implicazioni per le operazioni di M&A*, in *Riv. dott. comm.*, 2003, 743; S. D'Andrea - G. Guffanti, *Requisiti, validità ed efficacia dei nuovi patti parasociali*, in *Dir. prat. soc.*, 2003, n. 22, 11; G. Figà Talamanca, *Patti parasociali e arbitro*, in *Foro pad.*, 2002, II, 108.

(162) B. Libonati, *L'attività di revisione e certificazione: aspetti giuridici*, Milano, 1994, 171; M. Caratozzolo, *La nuova disciplina delle valutazioni di bilancio nella IV Direttiva CEE*, in *Riv. dott. comm.*, 1980, 1137 (che è uno dei primissimi studi sull'argomento, dopo l'entrata in vigore della direttiva); Id., *I criteri di valutazione ed i principi di redazione del bilancio*, in *Le Società*, 1987, 241; V. Salafia, *Conclusioni alla tavola rotonda su "Il bilancio delle società alla luce della IV Direttiva CEE"*, in *Le Società*, 1987, 283; B. Libonati, *Il "quadro fedele" e i criteri di valutazione nella IV Direttiva Comunitaria*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 1016.

norma funzionali alla determinazione di un valore realistico, ossia stabilito a conclusione di un procedimento razionale ed economicamente corretto, trattandosi di discrezionalità meramente tecnica ai fini di una valutazione della partecipazione il più possibile realistica.

Valga notare come un principio introdotto nella disciplina del diritto societario vuole il rispetto dell'adeguatezza dell'agire sociale, segnatamente, nella prospettiva del presente studio, di una adeguatezza contabile anche nella esatta (*recte*, "fair") valorizzazione della partecipazione a seguito del trascinamento. Tale obiettivo deve essere perseguito anche in applicazione di criteri statutari eventualmente introdotti in deroga a quelli indicati dalla norma sopra menzionata, fermo restando che in ogni caso la discrezionalità degli amministratori sarà circoscritta entro i confini fissati dallo statuto sociale, i quali tuttavia non necessariamente consentiranno di giungere ad un *fair value*.

Traslando quanto affermato alla fattispecie del trascinamento, si deve sottolineare come, attesa la consapevolezza della necessità di predisporre un'adeguata tutela a favore del socio obbligato, occorre ricercare, sistematicamente, la condizione primaria di validità della clausola statutaria di *tag e drag along*: la piena compatibilità, in senso economico oltre che giuridico, con il principio di un'equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa, tale da evitare dunque un effetto espropriativo della differenza tra il valore effettivo della partecipazione e il valore convenzionalmente fissato per il trasferimento ⁽¹⁶³⁾.

Ciò implica che, in concreto, la vicenda traslativa dovrebbe garantire che sia offerto al socio costretto alla dismissione almeno il valore che gli sarebbe spettato in caso di recesso determinato secondo quanto stabilito nell'art. 2437 *ter*, commi 2 e 4 c.c. La garanzia dell'equa valorizzazione delle azioni alienande in base a una clausola di c.d. *drag along* non è rimessa alla previsione del diritto di prelazione: l'esercizio del diritto di prelazione in alternativa all'obbligo di covendita, di per sé, non garantisce la congruità del prezzo di dimissione, che resta comunque ancorata a valutazioni soggettive e arbitrarie del socio di maggioranza.

Ferma la diversità strutturale e di operatività delle fattispecie, se risulta, *de plano*, possibile applicare alla clausola di trascinamento i criteri di determinazione del valore delle azioni e il procedimento di liquidazione previsti per il recesso (tra l'altro applicabili al riscatto azionario, per effetto del rinvio operato dall'art. 2437 *sexies* c.c. agli artt. 2437 *ter* e 2437 *quater* c.c.), tuttavia tale processo di sussumibilità delle clausole di trascinamento nella previsione del recesso deve trovare adeguato correttivo ⁽¹⁶⁴⁾.

(163) Si legga R. Costi, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 200; A. Pavone La Rosa, *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società per azioni*, *ivi*, 5; R. Lener, *Appunti sui patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 45; M. Cossu, *I patti parasociali*, in *La nuova s.r.l. Prime letture e proposte interpretative* a cura di F. Farina, C. Ibba, G. Racugno, A. Serra, in *Quad. giur. comm.*, 2004, Milano, 51.

(164) In tema, G. Fauceglia, *Società con azioni quotate in borsa*, in *D. disc. priv., sez. comm.*, IV, Torino 2000, 680; Id., *Patti parasociali*, in *Enc. Dir.*, V, Milano 2001, 822; A. Riolfo, *Dall'evoluzione giurisprudenziale e normativa, recenti spunti per una riflessione critica sulla questione della validità dei patti di sindacato*, in *Contratto impresa*, 2000, 89; Id., *I patti parasociali*, *cit.*, 195; A. Tucci, *Contratti di collocamento, patti parasociali e nullità sopravvenuta per omessa pubblicità*, in *Soc.*, 2000, 860; D. Minussi, *I patti parasociali nelle società quotate* (nota a Trib. Como 31-1-2000), in *Riv. not.*, 2000, 449.

Attesa la valenza strategica che assume la comunicazione finanziaria e la diversità dei possibili *target*, la società deve essere in grado, a seconda delle proprie specifiche esigenze e dei bisogni informativi dei suoi diversi interlocutori, di impostare e realizzare una politica di diffusione delle informazioni efficace ed efficiente nel momento della traslatività della partecipazione, anche nel caso di trascinamento. L'obiettivo dovrebbe essere quello di raggiungere tempestivamente e uniformemente i potenziali utilizzatori, consentendo loro di pervenire, in base alle rispettive capacità di analisi, a un giudizio fondato sulla bontà della gestione aziendale.

La *ratio* dell'obbligo di adeguatezza nella valorizzazione equa della partecipazione in caso di *exit* è individuabile nella ricostruzione del patrimonio sociale e del risultato di periodo nonché del movimento degli affari della società, nell'esigenza della organizzazione razionale dell'attività d'impresa al fine di realizzare il c.d. controllo del socio uscente, utile per adottare tutte le decisioni tese al raggiungimento della migliore competitività del proprio investimento ⁽¹⁶⁵⁾.

Nella ricerca della adeguatezza contabile della società per azioni nella determinazione del valore della partecipazione, si individuano così, attraverso il ricorso alle regole della economia e della organizzazione societaria nonché della ragioneria, altre tutele nell'area della finanza aziendale, grazie anche al trattamento automatico delle informazioni. Si può sostenere, allora, l'opportunità da parte dell'amministratore, di tenere un rendiconto complessivo del settore, vale a dire, meglio specificando l'argomentare, occorre che l'organo di gestione e di rappresentanza dell'organizzazione societaria provveda ad una redazione di un documento contabile non tipico (innominato) che rappresenti ai soci, periodicamente, il valore del patrimonio sociale come sistema di contabilità capace di valorizzazione corretta e controllabile delle partecipazioni societarie in modo da rendere trasparente l'operato del gruppo associativo.

La interpretazione più corretta della disciplina positiva sembra ipotizzare che, a seconda della natura della attività, esistano scritture contabili obbligatorie innominate ulteriori, necessarie per la corretta gestione della società ⁽¹⁶⁶⁾.

(165) In tema la dottrina è ampia: G. Ghidini, *Chiarezza e precisione del bilancio*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1949, II, p. 4; A. Asquini, *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959, 267; G. Rossi, *Utile di bilancio, riserve e dividendi*, Milano, 1957 in p. 32; A. Graziani, *Diritto delle società*, Milano, Giuffrè, 293; G. E. Colombo, *Il bilancio di esercizio delle società per azioni*, 225; B. Libonati, *La chiarezza e la precisione nei bilanci delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1969, I, 477; G. B. Portale, *I beni iscrivibili in bilancio e la tutela dei creditori nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1969, 257; B. Libonati, *In tema di invalidità della delibera di approvazione del bilancio*, in *Riv. dir. comm.*, 1970, II, 193; G. Ferri, *In tema di verità di chiarezza e di precisazione del bilancio di esercizio*, in *Riv. dir. comm.*, 1971, II, 247; G. Frè, *Società per azioni*, in *Commentario cod. civ.*, a cura di V. Scialoja - A. Branca, sub art. 2424, 613; E. Bocchini, *La «chiarezza» e la «precisione» dei bilanci delle società per azioni nell'evoluzione della dottrina e della giurisprudenza*, in *Riv. soc.*, 1972, 373; G. Cottino, *La chiarezza e precisione dei bilanci - spunti critici in margine a recenti polemiche*, in *Riv. soc.*, 1972, 1176; G. Ferri, *Nuove posizioni in tema di irregolarità di bilancio*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, II, 297; E. Bocchini, *Evoluzione legislativa e giurisprudenziale della disciplina del bilancio (I principi di bilancio)*, in *Aa.Vv.*, *Il bilancio di esercizio. Problemi attuali*, 3; E. Bocchini, *Il bilancio delle imprese*, Napoli, 1979, 5; R. Rordorf, *Note in tema di chiarezza nella redazione dei bilanci*, in *Società*, 1986, 1062; C. Sasso, *Sulla continuità dei bilanci e sul principio di chiarezza*, in *Giur. comm.*, 1984, II, 732; V. Salafia, *Aspetti giuridici del bilancio d'esercizio*, in *Riv. not.*, 1988, 277; P. Marano, *«Chiarezza» e «precisione» o «verità» del bilancio*, in *Foro cosentino*, 1990, 11; G. Vidiri, *Vecchio e nuovo in tema di bilancio d'esercizio*, in *Foro it.*, 1991, I, p. 3423; C. Sasso, *Società per azioni. Il bilancio d'esercizio*, 173.

(166) Per una visione comparata, Hopt K.J. - Leyens P.C., *Board Models in Europe - Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*, Max Planck Institute for Private Law and ECGI, January 2004, 5. Ancora, A. Silvestrini, *Responsabilità degli amministratori nella s.p.a. e nella s.r.l. dopo la riforma*, in *Le Società*, 6/2004, G. Minervini, *Le scritture contabili tra diritto e ragioneria*, in

Si rifletta: la *ratio* dell'obbligo giuridico di tenuta della contabilità attiene al concetto di attività economica in una economia fondata sul credito. In tale modello, è evidente l'interesse dei soci, che hanno consistenti rapporti giuridici con la società, a un sistema di scritture contabili idoneo a fornire la adeguata informazione contabile e il controllo della consistenza del patrimonio e del movimento degli affari sociali. Il socio (nel momento dell'*exit*) deve poter fare affidamento su un sistema di scritture contabili, sia per la eventuale ricostruzione del patrimonio e del movimento degli affari del suo debitore (*i.e.*, società), sia per la prova del suo credito, in un eventuale giudizio di cognizione o in caso di fallimento del debitore.

Ma questa *ratio* di controllo esterno eventuale richiede lo stesso tipo di ordinata contabilità necessaria per assicurare il controllo interno della efficienza ed economicità della gestione sociale.

In conclusione, la funzione giuridica di una ordinata contabilità è quella di essere strumento attuale o eventuale di informazione e di controllo vuoi interno, vuoi esterno alla attività d'impresa, specie nel fenomeno del *tag* e *drag along* quali momenti di necessaria tutela conoscitiva del socio.

3. Consistenza patrimoniale quale criterio di determinazione della partecipazione sociale adattato alla clausola di trascinamento

La trattazione deve continuare, secondo lo schema normativo, con la prova della adottabilità del criterio della consistenza patrimoniale alla determinazione traslativa per trascinamento. Il primo termine di riferimento del procedimento valutativo previsto dal secondo comma dell'art. 2437 *ter c.c.* è la "*consistenza patrimoniale*" della società. Per giungere alla determinazione dello stesso vengono prese in considerazione le singole attività e passività della società, eventualmente valutate rispetto ai valori di libro, ossia si adotta un metodo di valutazione patrimoniale.

L'adozione di tale metodo, senza l'applicazione di alcun correttivo, porta tuttavia ad una corretta valutazione solo in particolari casi, quando ci troviamo in presenza di società immobiliari o *holding* pure. Solitamente, per giungere ad una corretta valutazione, occorrerà temperare le risultanze derivanti da tale metodo con altri elementi, tra cui, in particolare, considerazioni prospettiche sul flusso di redditi che la società è in grado di produrre. In questa ottica ben si comprende il riferimento alle prospettive reddituali della società, che rappresenta il secondo termine del procedimento di valutazione previsto dall'art. 2437 *ter c.c.*⁽¹⁶⁷⁾

Riv. Soc., 1965, 386. A. Stolfi, *Il principio di buona fede*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, I, 166; M. Bianca, *La nozione di buona fede come regola del comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, 1, 24; sulla moderna accezione del principio, con la precisazione di caratteri e limiti, v. F. D. Busnelli, *Note in tema di buona fede ed equità*, in *riv. dir. civ.*, 2001, 1, 35.

(167) Cfr., N. D'Errico, in *Commento al d. lgs. 24-2-1998 n. 58*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2001, sub artt. 122-124, 71; G. Semino, *Brevi spunti su alcune questioni relative alla disciplina sulla disclosure dei patti parasociali nelle società quotate (deposito dei patti presso il registro delle imprese, regime sanzionatorio di cui all'art. 122 t.u.i.f. e accordi di lock-up)* (nota a Trib. Como 31-1-2000), in *Giur. comm.*, 2002, II, 269; P. Schlesinger, *La disciplina dei patti parasociali nel Testo unico della finanza*, in *Il governo delle società dopo il d. lgs. 24-2-1998 n. 58*, a cura di P. G. Marchetti e L. A. Bianchi, Giuffrè, Milano, 1999, 190; G. A. Rescio, *La disciplina dei patti parasociali dopo la legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2002, 840; G. F. Campobasso, *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *Banca borsa*, I, 2003, 125.

Applicando siffatto modello valutativo, di certo il meno rappresentante una corretta ed equa determinazione ove isolatamente considerato, all'ipotesi di trascinarsi della partecipazione sociale, esso soffre della criticità data dalla possibilità che il processo di trascinarsi si prolunghi nel tempo, così da gravare il socio obbligato di una possibile alterazione della consistenza patrimoniale della società nell'arco temporale di riferimento dell'operazione di acquisizione.

Se si ragiona secondo le regole della *law and economics*, si può notare come il criterio valutativo della consistenza patrimoniale della società potrebbe consentire al socio di comando, che addivenga alla decisione di azionare l'opzione di vendita, di alterare, fraudolentemente, le consistenze patrimoniali della società proprio in vista dell'esercizio del trascinarsi della partecipazione del socio obbligato: tale modello comportamentale risulta, palesemente, contrario ai canoni di legge che, rinviando al diritto comune patrimoniale, pretendono il rispetto della buona fede contrattuale e della meritevolezza dell'azione ⁽¹⁶⁸⁾.

4. Le prospettive reddituali come necessario criterio di determinazione dell'equo valore della partecipazione societaria a seguito delle mutate dinamiche di controllo per effetto del tag e drag along

La trattazione del tema di ricerca vuole, ora, che si analizzi il criterio delle c.d. prospettive reddituali in funzione della clausola di trascinarsi. Ebbene, prodromicamente, occorre ricordare che il *“reddito”* *“è l'accrescimento che, in un determinato periodo di tempo, il capitale di un'impresa produce in conseguenza della gestione”*. La valutazione delle prospettive reddituali consiste in pratica nella attualizzazione, sulla base di indicatori micro e macro-economici, di flussi di redditi normalizzati. A seconda della interpretazione di tali indicatori, i risultati potranno variare. Già questa notazione consente di comprendere quanto ampio possa risultare il margine di discrezionalità che la legge affida agli amministratori ⁽¹⁶⁹⁾.

Occorre quindi misurare il reddito da attualizzare.

Per stimare i redditi futuri esistono diversi metodi.

Anzitutto, il metodo della stima sulla base dei risultati storici, ossia la stima di un reddito normalizzato, depurato da componenti positive e negative straordinarie, che si può ragionevolmente ipotizzare sarà prodotto dalla società nell'arco temporale considerato.

Un secondo metodo è quello basato sulle prospettive di crescita della società, sulla base di ipotesi circa le attività che la società svolgerà e l'evoluzione dello scenario economico di riferimento.

(168) A. Cabella Pisu, *L'impossibilità della prestazione e la 'sfera' del creditore nei contratti a prestazioni corrispettive*, in *Contr. impr.*, 1998, 547; A. Riccio, *La clausola generale di buona fede è, dunque, un limite generale all'autonomia contrattuale*, in *Contr. impr.*, 1999, 21.

(169) Ancora, N. de Luca, cit. a nt. 5, 174; F. Bruno - A. Rozzi, cit. a nt. 159, 445; L. Fabbrini, cit. a nt. 16, 1034; C. E. Giampaolino, cit. a nt. 10, 523.

Un terzo metodo, che comporta tuttavia il rischio di condurre a risultati opinabili perché aleatori, tiene conto del possibile accrescimento nel tempo delle dimensioni e quindi del volume di attività e del reddito dell'impresa a seguito di acquisizioni, cessioni e ristrutturazioni.

Il primo e il secondo metodo appaiono accettabili, mentre il terzo potrebbe, almeno in alcuni casi, non risultare idonea per la valorizzazione delle azioni in caso di recesso, sia per l'opinabilità, sia perché potrebbe far ricadere sul socio gli effetti di operazioni societarie dalle quali egli si è dissociato.

Il metodo di valutazione che sembra tuttavia preferibile è il metodo di valutazione misto, che tiene conto sia della stima del valore effettivo dei singoli elementi dell'attivo e del passivo, sia della capacità dell'azienda di generare utili.

Ora, nella determinazione del valore della partecipazione sociale a seguito dell'esercizio del meccanismo del trascinamento, la possibilità che il socio possa esimersi dall'obbligo di covendita, proponendosi di acquistare lui stesso le azioni dell'alienante al prezzo offerto dal terzo, non riesce a garantirlo dal rischio di venire obbligato a cedere la propria partecipazione a un prezzo, quello offerto dal terzo, che potrebbe non riflettere l'effettivo valore della partecipazione societaria stessa ⁽¹⁷⁰⁾.

Come ha affermato il recente formante giurisprudenziale, la clausola di trascinamento può non risultare compatibile con il sistema del diritto societario che sempre si preoccupa – in armonia con i principi costituzionali di cui agli artt. 24 e 42 Cost. – a fronte di diritti potestativi del socio o della società (esclusione, riscatto, *sell-out*, *squeeze-out*), stabiliti anche in considerazione di esigenze organizzative della società stessa, di individuare parametri rilevanti a seconda dei contesti per attribuire un valore non arbitrario all'azione ⁽¹⁷¹⁾.

Se si riflette con spirito di sistema, ed avendo come guida la *ratio* sottesa alla previsione convenzionale di covendita, si deve evidenziare che le prospettive reddituali, applicate al trascinamento, patiscono di una diversificata determinazione del valore della partecipazione a seconda della reale contendibilità del controllo dell'ente all'esito della cristallizzazione delle percentuali di partecipazioni al capitale con la regolamentazione convenzionale di *tag* e *drag along*.

In buona sostanza, non può sottacersi che la regolamentazione statutaria (o parasociale) di opzione di covendita consista, nei fatti e a seguito del meccanismo giuridico, nella alterazione delle dinamiche, assembleari e di controllo, all'interno della società. Il socio che aziona il trascinamento non determina un mero effetto traslativo delle partecipazioni sociali, propria e del socio obbligato, ma, soprattutto, adotta una condotta societaria che squilibra gli interessi della società.

Ora, le acquisizioni fattuali appena ottenute portano a calare i relativi effetti giuridici nell'operazione di determinazione del valore della partecipazione nel caso di azionamento della clausola di trascinamento, così da apprezzare come il crite-

(170) Cfr. P. Schlesinger, cit. a nt. 167, 190; G. A. Rescio, cit. a nt. 167, 840; G. F. Campobasso, cit. a nt. 167, 125.

(171) In tema, F. Kustermann, cit. a nt. 158, 910; D. Fico, cit. a nt. 158, 15; V. Cariello, cit. a nt. 158, 718; A. Stesuri, *I patti parasociali nello Schema Draghi*, in *Rev. cont.*, 1999, 30, 36.

rio delle prospettive reddituali possa essere fortemente alterato, *recte* suscettivo di ondulazioni a dispetto di quale risulti essere la compagine di controllo dell'ente una volta determinatosi il trascinarsi della partecipazione dell'obbligato ⁽¹⁷²⁾.

Una mera esegesi, in senso aziendalistico, dell'efficacia traslativa della clausola di trascinarsi porta a considerare che determinazione del valore con adozione del criterio di prognosi reddituale della partecipazione e controllo della società rappresentano una endiadi che, a sua volta, determina la attenta valutazione del peso che l'applicazione del suddetto criterio possa avere nella fattispecie di trascinarsi della partecipazione. Volendo trarre le dovute conclusioni di ordine pratico, si deve ammettere che la previsione reddituale dell'attività sociale ha un ruolo marginale nella determinazione del valore della partecipazione del socio obbligato, per la pregnante ragione che le scelte decisionali e il futuro andamento gestorio sono momenti fortemente dipendenti dall'assetto di controllo creantesi con l'operato trascinarsi della partecipazione.

5. Valore di mercato come ipotesi residuale di determinazione del valore della partecipazione, soprattutto nel trascinarsi societario

Il terzo criterio indicato dall'art. 2347 *ter*, secondo comma c.c. è l'eventuale *valore di mercato delle azioni*.

Nel caso in cui le azioni del socio recedente siano quotate in mercati regolamentati, si dovrà invece applicare il criterio legale di valutazione previsto dal terzo comma dell'art. 2437 *ter* c.c., in forza del quale occorre fare “*esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso*”.

Si tratta di un cosiddetto metodo di valutazione “*diretto*”, ossia che fa riferimento, per la determinazione del valore della partecipazione, agli effettivi prezzi espressi dal mercato per la compravendita delle quote sociali della specifica società.

Il legislatore ha così optato per un'operazione di mero calcolo escludendo l'applicabilità di un processo valutativo.

Una parte della dottrina lamenta il perdurare della differenza di trattamento tra società quotate e non quotate. Infatti, mentre il prezzo di mercato sconta inevitabilmente le attese della futura *performance* della società, non sembra potersi giungere al medesimo risultato adottando i soli criteri previsti per le società non quotate ⁽¹⁷³⁾.

Si osserva ancora che la dottrina aziendalistica ha sottolineato in più occasioni che tali valori sono normalmente soggetti a molteplici variabili, non solo economiche, ed anche a manovre di speculatori o talvolta degli stessi soci di maggioranza che potrebbero essere interessati, in ipotesi, a scoraggiare il recesso mediante la svalutazione delle azioni ovvero a deprimere il prezzo per acquistare le azioni

(172) Cfr. V. Sangiovanni, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, in *Contratti*, 2011, 1161.

(173) Cfr. A. Tucci, *Contratti di collocamento, patti parasociali e nullità sopravvenuta per omessa pubblicità*, in *Soc.*, 2000, 860; D. Minussi, cit. a nt. 164, 449; N. D'Errico, cit. a nt. 167, 71.

(qualora il recesso fosse comunque esercitato) ad un prezzo inferiore al loro effettivo valore ⁽¹⁷⁴⁾.

In caso di valori di borsa fluttuanti (cosiddetta “volatilità”) potrebbe venire a determinarsi un valore delle azioni inferiore, anche in misura rilevante, al valore del patrimonio netto contabile della società. In tale ipotesi è dubbio se tale valore debba comunque rappresentare il limite invalicabile o se, in stretta osservanza del testo letterale della norma, si possa in ogni caso recepire il valore risultante dalla media dei prezzi di borsa, media che il legislatore, peraltro, non chiarisce se semplice o ponderata.

L'applicazione del criterio del valore di mercato alle clausole di covendita non desta particolare criticità; anzi, l'oggettiva valutazione a seguito dello studio dei dati contabili porta a ottenere una rappresentazione del valore della partecipazione nel caso di esercizio dell'opzione di covendita.

6. Momento di valutazione nel processo di trascinarsi e nel procedimento di recesso: una mancata tutela?

Come detto, un profilo di distanza giuridica del processo di valorizzazione della partecipazione in caso di recesso ovvero a seguito dell'azionamento del trascinarsi si rileva nella modalità di conoscenza diretta del socio. Difatti, un problema delicato che occorre affrontare in ogni procedimento di valutazione di partecipazioni sociali riguarda l'esatta individuazione del momento al quale la valutazione deve essere riferita.

La disciplina del recesso nelle società per azioni non quotate prevede solo, al quinto comma dell'art. 2437 *ter c.c.*, che i soci hanno diritto di conoscere tale valore almeno quindici giorni prima della data fissata per l'assemblea che potrebbe legittimare il recesso.

Da questa regola discende che la valutazione dovrà riferirsi a un momento anteriore all'assemblea di almeno quindici giorni, senza tuttavia ulteriori indicazioni. È appena il caso di osservare che i risultati del procedimento valutativo potrebbero essere ben diversi se riferiti, in ipotesi, a tre mesi o a tre settimane prima della riunione assembleare.

L'assenza di un preciso riferimento temporale per la valutazione induce a ritenere che essa debba essere il più vicino possibile alla data della comunicazione della stessa, per risultare in linea con l'effettivo valore delle azioni al momento del recesso. Se questa considerazione consente di escludere la legittimità di valutazioni molto antecedenti la data dell'assemblea, ad esempio diversi mesi, essa lascia nell'incertezza con riferimento a una serie di ipotesi meno estreme.

Il legislatore ha preferito, tuttavia, non dettare una regola rigida in merito al riferimento temporale in discorso, lasciando l'individuazione del corretto

(174) Cfr. F. Galgano, *L'oggetto della holding è dunque l'esercizio mediato e indiretto dell'impresa di gruppo*, in *Contratto impresa*, 1990, 401; P. Montalenti, *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, cit., 3; G. Cottino, *Diritto commerciale*, Padova 1994, 772; R. Costi, *Mercato finanziario e attività bancaria*, in *Banca imp. soc.*, 1989, 20.

momento al quale riferire il calcolo alla diligenza degli amministratori, ferma restando la possibilità di ricorrere ad un arbitratore in caso di disaccordo sul procedimento seguito e, quindi, sui risultati della valutazione. Si tratta, tuttavia, di un elemento che potrebbe essere statutariamente disciplinato al fine di ridurre i margini di incertezza lasciati aperti dal legislatore, prevedendo, ad esempio, che la valutazione possa essere riferita a un momento anteriore, ma non oltre un certo limite temporale, alla delibera che legittima il recesso.

L'individuazione del momento al quale la valutazione deve essere riferita pone, peraltro, un delicato problema nei casi – di possibile grande rilevanza, soprattutto nelle società non quotate – in cui il presupposto del recesso non è rappresentato da una deliberazione di modifica dello statuto. Ci si deve infatti chiedere se, in tali ipotesi, il valore delle azioni debba essere calcolato facendo riferimento al momento nel quale si è verificato il presupposto del recesso, ovvero al successivo momento nel quale, divenuto il fatto conosciuto o conoscibile da parte del socio, il diritto può essere esercitato⁽¹⁷⁵⁾.

L'effetto di tale seconda soluzione sarebbe, evidentemente, quello per cui il valore delle azioni ai fini del recesso varierebbe in ragione del momento nel quale il diritto può essere esercitato, con la possibile conseguenza, peraltro, che se il presupposto del recesso diviene conosciuto o conoscibile a vari soci in momenti diversi, le azioni dagli stessi rispettivamente possedute potrebbero essere valorizzate a valori unitari diversi. Un simile risultato sembra, tuttavia, non accettabile, e comunque potenziale fonte di comportamenti scorretti sia da parte dei soci, sia da parte della società, quale ad esempio un intenzionale differimento del momento nel quale il fatto legittimante il recesso si possa ritenere conosciuto o conoscibile al fine di trarre vantaggio di eventuali oscillazioni di valore delle azioni.

Ne consegue che quando il recesso si fondi su un fatto diverso da una deliberazione assembleare di modifica statutaria, la determinazione del valore delle azioni ai fini della liquidazione deve essere riferito al momento nel quale il presupposto si è verificato.

Ciò considerato in via generale, sempre relativamente alla individuazione del momento al quale riferire la valutazione delle azioni in caso di recesso legittimato da fatto diverso da una delibera assembleare, occorre distinguere la disciplina delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e quella delle altre società. Nelle prime, infatti, il divieto di prevedere in via statutaria ulteriori ipotesi di recesso ha quale effetto che la questione si porrà solo nei pochi casi previsti dalla legge di recesso fondato su fatti diversi da una delibera.

(175) Vedi E. Andreoli, *Recesso dai patti parasociali in caso di lancio di un'Opa su società quotata e utilizzo del Trust*, in AA. VV., *Il governo delle società dopo il d.lgs 24.2.1998 n. 58*, a cura di E. Andreoli, presentazione di A. Gambaro, Padova, 2002, 3; M. Atelli, *Commento agli artt. 122-124 e 207*, in AA. VV., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24-2-1998, n. 58*; M. T. Balzano - F. Fiore, *I patti parasociali*, in *Lavori preparatori per il testo unico della finanza. Diritto societario*, in *Quaderni di finanza Consob. Studi e ricerche*, 29, Roma, 1998, 28; V. Furfaro, *Commento all'art. 122*, in AA. VV., *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da G. Cottino, Torino, 1999, 115; M. Scalia, *Commento agli artt. 123 e 124*, in AA. VV., *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, cit., 127; M. Cian, *Società con azioni quotate: profili sanzionatori della disciplina dei patti parasociali nella riforma Draghi*, in *Soc.*, 1998, 731.

Pertanto, e come già affermato, nella prospettiva di voler ricercare il metodo della corretta valutazione della partecipazione del socio uscente, il recesso segue una normata e previa conoscenza del socio in tema di determinazione del valore della partecipazione entro un termine congruo rispetto alla riunione assembleare che, eventualmente, può legittimare l'esercizio del recesso.

Nel processo, *rectius* operazione societaria di trascinamento, salva diversa e ultronea indicazione pattizia, il socio non viene a conoscere, in via preventiva, la determinazione del valore della propria partecipazione e le connesse modalità utilizzate all'organo di amministrazione nell'operazione valutativa ⁽¹⁷⁶⁾.

Attesa la prescrizione, quanto più analitica possibile, della clausola contrattuale di trascinamento inserita nello statuto sociale, il socio che subisce il trascinamento, soffre di una evidente asimmetria informativa a fronte della tutela che la codificazione, invece, garantisce alla medesima figura nel caso di fattispecie economicamente assimilabile. Come notato, il flusso informativo, meglio la sua lacuna pratica, misura la distanza, giuridica e poi economica, tra il criterio di determinazione del valore della partecipazione nella disciplina del recesso e nella clausola di trascinamento ⁽¹⁷⁷⁾.

7. Prassi concreta e determinazioni di organismi professionali: conforto nelle scelte adottate

In tema, il Consiglio Notarile di Milano - Commissione Società – massima n. 51 del 19 novembre 2004 - afferma che l'attribuzione ai soci del diritto a conoscere la determinazione del valore delle azioni (da farsi dagli amministratori sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione contabile) di cui all'art. 2437 *ter*, comma 5 c.c. è posta nell'interesse di quei soci che, non avendo concorso all'approvazione della delibera che attribuisce il diritto di recesso, intendano esercitarlo conoscendo il valore attribuito dall'organo amministrativo alla loro partecipazione, tenuto conto:

- a) della impossibilità di revocare la dichiarazione di recesso una volta che questa sia stata comunicata alla società;
- b) dell'onere posto a carico del socio recedente di contestare tale determinazione di valore contestualmente alla dichiarazione di recesso.

Conseguentemente, la previsione di cui all'art. 2437 *ter* c.c. non trova applicazione o deve comunque ritenersi rispettata:

- in caso di approvazione alla unanimità della delibera che legittima il recesso;

(176) Cfr., M. Pinnarò, *I patti parasociali*, AA. VV., *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi - M. Sandulli - V. Santoro, Torino, 1999, 771; G. Santoni, *Commento agli artt. 122-124 e 207*, in AA. VV., *Testo Unico della Finanza*, commentario diretto da G. F. Campobasso, II, Torino, 2002, 1001; Id., *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. priv.*, 1999, 195; V. Bassi, *Nullità sanabile dei patti parasociali viziati da tardivo adempimento* (nota a Trib. Como 31-1-2000), in *Dir. prat. Soc.*, 2000, 7, 65; G. Fauceglia, *Società con azioni quotate in borsa*, in *Digesto. Sez. Dir. Comm.*, IV, Torino, 2000, 656 ss., 680; Id., *Patti parasociali*, in *Enc. Dir.*, V, Milano, 2001, 810, 822.

(177) Sempre, conf., in tema, F. Bruno - A. Rozzi, *Patto parasociale occulto e « non patto » in società quotata: il caso (vittorioso) della Carige nella scalata Unipol a Bnl*, in *Giur. comm.*, 2011, 445; E. Macrì, *I patti a durata variabile e la risoluzione tacita*, ivi, 2009, 997; L. Fabbrini, cit. a nt. 16, 1034; C. F. Giampaolino, cit. a nt. 10, 523.

- nel caso in cui i soci che non concorrono alla approvazione di una delibera che legittima al recesso abbiano espressamente o tacitamente rinunciato al diritto di conoscere preventivamente il valore delle azioni;
- nel caso in cui la delibera sia stata assunta sotto condizione risolutiva espressa dell'esercizio del diritto di recesso.

Segnatamente, si sostiene che l'art. 2437 *ter* c.c. disciplina i criteri di determinazione del valore delle azioni nel caso in cui occorra liquidarne il valore in caso di recesso.

In particolare tale norma, al secondo comma, attribuisce la competenza per la determinazione "agli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione contabile" e stabilisce i criteri a cui ci si deve attenere (commi 2, 3 e 4).

La norma, al quinto comma, attribuisce altresì ai soci il diritto:

- di conoscere la determinazione del valore di cui sopra nei quindici giorni precedenti alla data fissata per l'assemblea;
- di prendere visione e di ottenerne copia a proprie spese.

Nell'interpretazione di questa norma occorre considerare le modifiche apportate, nel testo definitivo, alla formulazione contenuta nello schema di decreto approvato con preliminare deliberazione del consiglio dei ministri il 30 settembre 2002 che:

- ha introdotto *ex novo* il quinto comma sopra ricordato in sostituzione di un comma, ora soppresso, del seguente tenore: "la documentazione di cui al precedente terzo comma è depositata presso la sede della società nei quindici giorni precedenti la data fissata per l'assemblea e deve rimanerci fino alla decorrenza del termine per l'esercizio del diritto di recesso; ciascun socio ha diritto di prenderne visione e di ottenere copia a proprie spese";
- ha sostituito, al comma sesto, la formulazione "in caso di contestazione il valore di liquidazione è determinato entro tre mesi dell'esercizio del diritto di recesso" con la seguente: "in caso di contestazione da proporre contestualmente alla dichiarazione di recesso, il valore di liquidazione è determinato entro novanta giorni."

La soppressione di cui sopra, accompagnata dalla introduzione del comma qui commentato, induce a ritenere che la determinazione del valore di cui si è detto non è più un elemento del procedimento, che deve sempre essere rispettato, ma che tale determinazione è esclusivamente correlata al diritto del socio di chiedere tale valore.

Questo diritto appare posto nell'esclusivo interesse (disponibile) di quei soci che, intendendo esercitare il diritto di recesso, vogliono altresì conoscere il valore che l'organo amministrativo attribuisce alla loro partecipazione, tenuto conto della irrevocabilità della dichiarazione di recesso una volta comunicata.

Inoltre, l'inserzione operata nell'ultimo comma, dopo le parole "in caso di contestazione", della proposizione "da proporre contestualmente alla dichiarazione di recesso",

se da un lato dimostra che il legislatore ha altresì voluto porre al socio recedente un termine di decadenza alla possibilità di contestare il valore da liquidare, dall'altro conferma la correlazione tra "l'esercizio del recesso" e la conoscenza della "preventiva determinazione del valore da parte degli amministratori", dal momento che il socio recedente, per potere tempestivamente contestare il valore determinato ai sensi del secondo comma dell'articolo in esame, deve conoscerlo al momento dell'esercizio del recesso.

Da ciò discende che, nel caso in cui tutti i soci abbiano concorso alla approvazione della delibera, l'eventuale mancanza di determinazione del valore non incide sulla regolarità del procedimento assembleare.

Ad analoga conclusione si deve giungere anche nel caso in cui tutti i soci abbiano rinunciato al diritto di conoscere la determinazione del valore o non lo abbiano chiesto, anche se poi in sede assembleare non abbiano concorso alla formazione della deliberazione e abbiano essi, poi, esercitato o meno il diritto di recesso.

La finalità perseguita dal legislatore porta altresì a ritenere che, nel caso in cui la deliberazione che legittima al recesso sia stata assunta sotto l'espressa condizione risolutiva dell'esercizio del diritto di recesso, la determinazione del valore delle azioni diviene irrilevante, essendosi attribuito al socio che non ha concorso alla formazione della deliberazione il più pregnante diritto di rendere inefficace la deliberazione assunta.

In tal caso, infatti, delle due l'una: o nessun socio esercita il diritto di recesso, e allora non occorre procedere ad alcuna quantificazione, o viene esercitato tale diritto, e allora la deliberazione diviene inefficace per avveramento della condizione risolutiva, e non si rende necessario procedere a quantificazioni di sorta.

Ma le modifiche apportate dal legislatore sembrano fondare una più radicale interpretazione della norma, in base alla quale eventuali violazioni del diritto del socio a conoscere preventivamente il valore attribuito alle azioni non incidono sulla validità della delibera, ma solo sulla successiva previsione di un termine di decadenza alla facoltà del socio di contestare la valutazione. In assenza cioè di una predeterminazione di valore da parte degli amministratori, il socio recedente potrà contestare nel merito la tardiva determinazione di valore senza dovere rispettare il termine di decadenza sopra citato.

Inoltre, sempre nell'ottica di tutela del socio recedente, sembra doversi ammettere per il socio che ha dichiarato di recedere senza potere conoscere tempestivamente il valore delle sue azioni un diritto a revocare la propria dichiarazione di recesso.

La *ratio* della norma, ricostruita alla luce delle modificazioni apportate al testo normativo, sembra realizzarsi meglio con la qui affermata inapplicabilità del termine di decadenza sopra citato e con la postulata revocabilità della dichiarazione di recesso, piuttosto che con una ricostruzione della violazione del quinto comma dell'articolo citato come violazione del procedimento di formazione della deliberazione, contro la quale l'unico rimedio concesso al socio che intende recedere sarebbe solo l'impugnazione della deliberazione.

Relativamente ai criteri di determinazione del valore di azioni o quote nel caso di trasferimento in esecuzione di obblighi o diritti di covendita, costituisce indiscusso riferimento la massima n. 88 del 22 novembre 2005, elaborata dalla Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, secondo cui si reputano legittime le clausole statutarie che prevedono, in caso di vendita di partecipazioni in S.p.A. o in S.r.l., il diritto e/o l'obbligo dei soci diversi dall'alienante di vendere contestualmente, a loro volta, le partecipazioni possedute; queste clausole, tuttavia, restano soggette alle disposizioni relative ai limiti alla circolazione delle partecipazioni, proprie dei rispettivi tipi sociali (S.p.A. o S.r.l.) e - ove prevedano l'obbligo di vendita - devono essere compatibili con il principio di una equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa.

Segue la massima in questione: *“La prassi sta dimostrando interesse per l’inserimento, nello statuto sociale, di clausole di covendita, (dette anche di trascinamento, ovvero anche tag along o drag along). Si tratta, in buona sostanza, delle clausole che prevedono (in via alternativa ovvero in combinazione tra loro) il diritto: (a) di alcuni soci (in genere, la minoranza) nel caso di vendita da parte di altri (in genere, la maggioranza), di cedere a loro volta le partecipazioni possedute, a condizioni economiche predeterminate (in genere, ma non necessariamente, a parità di condizioni); (b) di alcuni soci (in genere, la maggioranza) di costringere altri soci (in genere, la minoranza) a cedere a condizioni economiche predeterminate (in genere, ma non necessariamente, a parità di condizioni) le partecipazioni possedute, nel caso di alienazione da parte dei primi.*

Il limite di durata massima che la riforma ha disposto anche per i patti parasociali delle società non quotate è, assai probabilmente, circostanza che concorre al nuovo interesse per l’inserimento in statuto di questo genere di pattuizioni; esse, infatti, avevano finora avuto sede naturale, almeno di massima, negli accordi tra i soci, e della loro validità, nel contesto di tali accordi diretti, dotati di efficacia limitata alle parti contraenti, non si era sostanzialmente dubitato. Il giudizio nei confronti della clausola di covendita merita nuova riflessione allorché la stessa, nelle sue varie configurazioni contenutistiche, assurga a regola statutaria. Le conseguenze che ne derivano in termini di opponibilità alla generalità dei soci, (attuali ma soprattutto futuri) ed ai terzi, esigono infatti che essa si conformi alle regole che l’ordinamento fissa per la validità delle clausole statutarie limitative alla circolazione delle partecipazioni, tenendo conto altresì del concorrente principio secondo il quale, al venir meno (forzato) della qualità di socio, deve accompagnarsi il riconoscimento del giusto valore della partecipazione dismessa.

Che la clausola possa concretamente atteggiarsi a limitazione del potere di disporre è dimostrato già ove si consideri l’ipotesi sopra indicata sub a), posto che il socio che aspira alla vendita è tenuto a rendere conto anche gli altri soci partecipi dell’operazione programmata; egli, in buona sostanza, patisce un onere, non soddisfacendo il quale gli è precluso di alienare la propria partecipazione. La clausola che, secondo quanto esposto sub b), obbliga poi alcuni soci ad alienare la propria partecipazione alle condizioni pattuite da altri soci (oltre a concretare anch’essa, come è evidente, limitazione al diritto di esporre autonomamente), non può d’altra parte, nei suoi contenuti concreti, essere incompatibile con il principio della equa valorizzazione della partecipazione stessa: sembrano in tal senso deporre le norme in materia di azioni riscattabili (si veda l’art. 2437 sexies c.c., con riferimento alla S.p.A.) e quelle in materia di esclusione (si veda l’art. 2437 bis c.c., con riferimento alla S.r.l.). In entrambi i casi, infatti, si tratta – com’è per questo tipo di clausola di covendita – di situazioni idonee a determinare, forzatamente, la perdita della qualità di socio e appare significativo che il legislatore, nei due

casi anzidetti, si preoccupi di affermare, mediante rinvio alle modalità di determinazione del valore spettante al recedente, il diritto alla esatta soddisfazione patrimoniale.”

Secondo l'esposizione che precede, quindi, il giudizio a proposito della validità ed efficacia di queste clausole matura dalla verifica, da compiersi “*caso per caso*”, della loro adeguatezza alle regole generali sopra ricordate.

Volendo tentare la formulazione di una succinta casistica, a titolo puramente orientativo rispetto all'eterogeneo contenuto che queste clausole possono concretamente rivestire, sembra si possa affermare la validità e l'efficacia: a) della clausola che preveda il diritto di vendere; b) della clausola che preveda l'obbligo di vendere ad un prezzo non inferiore al valore che spetterebbe in caso di recesso; c) della clausola che preveda l'obbligo di vendere partecipazioni in società per azioni senza predeterminazione di un prezzo minimo, purché sia statutariamente previsto il diritto di recesso nel caso in cui il prezzo risulti, nel caso concreto, significativamente inferiore al valore che spetterebbe in caso di recesso; d) della clausola che preveda l'obbligo di vendere partecipazioni in società a responsabilità limitata senza predeterminazione di un prezzo minimo, ma in tale caso spetta, al soggetto eventualmente tenuto a vendere per prezzo significativamente inferiore al valore che spetterebbe in caso di recesso, il diritto di esercitare il recesso medesimo.

CAPITOLO 5, di Luigi Zumbo e Arturo Battista

Modelli commentati di clausole di covendita in lingua italiana e inglese

SOMMARIO: 1. Diritto di covendita: clausole di tag along. - 2. Obbligo di covendita: clausole di drag along

1. Diritto di covendita: clausole di tag along

1.1 Un esempio di clausola *tag along* in lingua inglese (che può essere inserita nello statuto della società, oppure contenuta in patti parasociali) è il seguente:

- (i) After the Lock-Up Period, if A did not exercise its Pre-Emption Right on B's Quota pursuant to Article 11 above, the following tag along right, provided and governed hereunder, shall apply in its favour (the "Tag Along Right"). The Tag Along Right will include both (i) the entire Quota owned by A, and (ii) at the A's choice, all of the C JV Shares owned by A (jointly, the "Tag Along Shareholding"), and it will be subject to the same terms, conditions and pro-rata price/value agreed by B with the Third-Party Transferee for sale of the Shareholding.
- (ii) In case A informs B of its intention to exercise its Tag Along Right and, consequently, sell the Tag Along Shareholding to the Third Party Transferee, then B hereby irrevocably undertake not to Transfer the Tag Along Shareholding to the Third Party Transferee unless the latter purchases the Tag Along Shareholding at the same terms and conditions and for the same consideration.
- (iii) The Tag Along Right may be exercised by A with notice which, upon penalty of forfeiture, must be received by B and the Third Party Transferee within 20 (twenty) Business Days from receipt of B's Transfer Notice. In the event that A does not or fails to exercise the Tag Along Right, B may freely transfer its Quota to the Third Party Transferee provided that such Third Party Transferee shall accept in writing to be bound by the terms and conditions hereof and become a party hereto under Sections 1406 and following of the Italian Civil Code.
- (iv) If A decides to include its C JV Shares into the Tag Along Shareholding as provided by Article 11.1 above, such C JV Shares shall be acquired by the Third Party Transferee for the following consideration [method of calculation to be inserted].

1.2 La clausola sopra riportata ha un'efficacia obbligatoria ove contenuta in patto parasociale e, quindi, qualora A cedesse la propria partecipazione al "*Third Party Transferee*" in violazione del "*Tag Along Right*", l'altra parte del contratto non avrebbe altra possibilità che chiedere i danni derivanti dall'inadempimento, restando tuttavia valida ed efficace la cessione nei confronti del "*Third Party Transferee*", pienamente opponibile alla società stessa.

1.3 Un altro esempio di clausola di *tag along*, questa volta in lingua italiana, è il seguente:

- (i) Qualora uno o più Soci decidano di vendere ad un terzo in un'unica soluzione, ovvero in più soluzioni riconducibili al/ai medesimo/i titolare/i, la partecipazione sociale che rappresenta complessivamente almeno il [__]% del capitale sociale ("*Maggioranza*"), è attribuito agli altri soci, titolari almeno del [__] del capitale stesso ("*Minoranza*"), il diritto di vendere allo stesso acquirente, alle medesime condizioni stabilite per l'acquisto della *Maggioranza*, tutte le (o parte delle) proprie partecipazioni di cui alla *Minoranza*.
- (ii) L'eventuale proposta di acquisto della *Minoranza* non sarà considerata idonea qualora sia offerto un prezzo di acquisto inferiore al valore delle medesime, determinato alla stregua dei criteri per il caso di esercizio del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2473 c.c.
- (iii) I soci che intendano vendere la *Maggioranza* sono obbligati a procurare un'offerta di acquisto irrevocabile ("*Covendita*") valida per [__] giorni a favore dei soci titolari della *Minoranza*, per tutte le (o parte delle) loro quote, alle medesime condizioni previste per l'alienazione della *Maggioranza*. Al fine di consentire l'esercizio della *Covendita*, questi devono dare comunicazione dell'offerta agli altri soci a mezzo di lettera raccomandata A.R. almeno [__] giorni prima della data fissata per il trasferimento della *Maggioranza*.
- (iv) Il socio facente parte della *Minoranza* dovrà comunicare l'accettazione della proposta al terzo offerente a mezzo di lettera raccomandata A.R., da inviare entro e non oltre la scadenza dell'offerta, dandone comunicazione al socio/i di *Maggioranza* a mezzo di lettera raccomandata A.R. entro [__] giorni dalla comunicazione dell'accettazione all'offerente.
- (v) Scaduto il termine dell'offerta del terzo, in mancanza dell'accettazione con le modalità sopra indicate da parte del socio di *Minoranza*, l'offerta stessa si intenderà decaduta e il socio di *Maggioranza* potrà cedere la propria partecipazione al terzo.

1.4 La suddetta clausola è stata redatta evidentemente a fini di inserimento nello statuto della società: innanzitutto è impersonale (qualunque socio abbia le caratteristiche descritte può avvalersi della clausola), e al comma (ii) viene specificato chiaramente che il prezzo di acquisto delle partecipazioni di minoranza non può essere inferiore al valore di liquidazione in caso di recesso.

Tale ultima previsione potrebbe anche risultare come precauzione eccessiva, laddove si consideri che (a) senza la predeterminazione di un prezzo minimo, il socio tenuto a vendere potrebbe sempre esercitare il diritto di recesso ⁽¹⁷⁸⁾, e (b) la clausola di *tag along* è prevista in favore del socio di minoranza, che attraverso questa pattuizione può decidere di usufruire del prezzo delle azioni negoziato dal socio di maggioranza, senza alcun obbligo di vendere.

1.5 Altro esempio interessante di clausola di *tag along* in lingua inglese è rappresentato dalla seguente formulazione:

- (i) Subject to Section [] above, if any of the shareholders (the “*Proposed Transferor*”) proposes to transfer any of its shares to a third party (a “*Third Party Purchaser*”), then the Proposed Transferor shall be required to include in its transfer notice the following offer (a “*Tag Along Offer*”), which shall:
 - (a) Identify the Third Party Purchaser and the price per share at which the Third Party Purchaser has agreed to acquire the Proposed Transferor’s shares;
 - (b) Invite the other shareholders to indicate whether or not they wish to participate in the sale and sell of an amount equal to the relevant proportion of the shares to the Third Party Purchaser, on the same terms and conditions as the Third Party Purchaser proposes to purchase the Proposed Transferor’s shares;
 - (c) State that the invitation to indicate its choice under clause (b) above shall be deemed declined if it is not received by the date specified in the Tag Along Offer, being at least 10 business days after the Tag Along Offer has been received (the “*Tag Acceptance Deadline*”); and
 - (d) State the proposed completion date of the proposed sale to the Third Party Purchaser (which shall fall after the Tag Acceptance Deadline) and set out the arrangements for transferring the Proposed Transferor’s shares and any accepting shareholder’s shares to the Third Party Purchaser.
- (ii) To the extent that the other shareholder(s) accepts the Tag Along Offer by the Tag Acceptance Deadline and complies with the arrangements set out by the Proposed Transferor pursuant to clause 19.1(d) (a “*Tag Along Qualifying Shareholder*”), the Proposed Transferor shall only be entitled to sell its shares to the Third Party Purchaser if the Third Party Purchaser, on or within 10 business days following the completion date given by the Proposed Transferor pursuant to clause 19.1(d), simultaneously purchases all the Shares of the Tag Along Qualifying Shareholders on the same terms and at the same price per Share as that paid to the Proposed Transferor.
- (iii) Any transfer of shares to the Third Party Purchaser by any Tag Along Qualifying Shareholder pursuant to a sale in respect of which a Tag

(178) Consiglio Notarile di Milano, massima n. 88.

Along Offer has been duly served shall not be subject to the provisions of Section [___], and the shareholders hereby waive any rights of pre-emption that they might otherwise have under this agreement or otherwise in respect of any shares transferred pursuant to any such Transfer.

- 1.6 Come evidente, tale clausola è stata inserita in un contratto regolato da norme giuridiche di derivazione anglosassone e, di conseguenza, il suo recepimento in uno statuto o patto parasociale disciplinato dal diritto italiano potrebbe creare problemi di compatibilità. In particolare, la clausola sopra esaminata non prevede un prezzo minimo per le azioni dei soci di maggioranza ma solo la possibilità di vendere (accodandosi) al prezzo già stabilito dal socio di maggioranza e dal terzo acquirente.
- 1.7 Tuttavia, come sottolineato in precedenza, il diritto e non l'obbligo del socio di minoranza di vendere le proprie partecipazioni – anche se alle condizioni stabilite da altri – non sembra poter creare un effettivo stato di soggezione tale da consentire di invocare la tutela delle norme generali dell'ordinamento.
- 1.8 I medesimi commenti possono essere estesi alla seguente clausola di *tag along*:
- (i) In the event a member (for purposes of this Section 9.3, a “*Selling Member*”) desires to transfer (other than as a Permitted Transfer) all (but not less than all) of such member’s units (the “*Offered Units*”) to an un-affiliated third party (an “*Offeree*”) pursuant to a written bona fide, arm’s-length offer for cash consideration which includes reasonable evidence of financing (a “*Bona Fide Offer*”), and such transfer is not restricted pursuant to this agreement or otherwise has received requisite approval of the manager, such Selling Member shall first offer to sell the Offered Units to the company and then to the other members in accordance with this Section 9.3.
 - (ii) Copies of the Selling Member’s offer shall be given in writing to the company and to the other members and shall consist of an offer to sell to the company or, failing the company’s election to purchase, then to the other members, all of the Offered Units. The Selling Member’s written offer shall include copies of the Bona Fide Offer, including the name and address of the Offeree, a description of the Offered Units, the price and other material terms and conditions of the Bona Fide Offer, and a statement that the Selling Member is willing to accept the Bona Fide Offer.
 - (iii) The company shall then have a non-assignable first option to purchase all or any part of the Offered Units specified in the Bona Fide Offer on the same terms and conditions as specified in the Bona Fide Offer. Such option shall be exercisable by the company (with the approval of the manager) by giving written notice of such election (an “*Election Notice*”) to the Selling Member and the other members within fifteen (15) days after receipt of the Bona Fide Offer. The failure of the company to give an Election Notice to the Selling Member and the other members within

such 15-day period shall be deemed to be a refusal by the company of such option.

- (iv) If the company either fails to exercise such option, or exercises such option as to some but not all of the Offered Units, then the other members shall have a non-assignable option to purchase all of such Offered Units which the company has not elected to purchase up to such other member's Proportionate Share (as defined below) of the Offered Units, or in any other proportion as the other members who exercise their respective options herein may all agree upon, on the same terms and conditions as specified in the Bona Fide Offer. The option provided for herein shall be exercisable by each such other member by providing an Election Notice to the Company, the Selling Member and the other members within twenty (20) days after receipt by the other members of the company's Election Notice. The failure by any other Member to give an Election Notice to the company, the Selling Member and the other members within such 20-day period shall be deemed to be a refusal by such other member of such option. If any other member provides an Election Notice indicating that such other member will exercise its option for less than its full Proportionate Share of the Offered Units, or if at the expiration of said 20-day period, the Selling Member has not received an acceptance for all of such Offered Units from another member, then those other members that have elected to purchase their respective Proportionate Shares of the Offered Units shall have the right (the "*Over-Allotment Option*") to purchase up to their Proportionate Share of any Offered Units that has not been elected to be purchased, or in any other proportion as the participating other members that have so elected may all agree upon. The participating other members may elect to exercise their Over-Allotment Option by giving written notice to the Selling Member and each such other non-participating member within ten (10) days after the expiration of said 20-day period. As used herein, the term "*Proportionate Share*" of a participating member that is entitled to exercise an option to purchase Offered Units pursuant to this Section 9.3 shall mean the aggregate number of Offered Units multiplied by a fraction, the numerator of which shall be the aggregate number of Units then owned by such participating member and the denominator of which shall be the aggregate number of units then owned by all of the other members that are entitled to exercise such option.
- (v) If the company and/or the other members elect to purchase all of the Offered Units, then the company and the other members (to the extent that each has so elected) shall be obligated to purchase and the Selling Member shall be obligated to sell such Offered Units within forty-five (45) days of the last election to purchase the Offered Units, unless the Bona Fide Offer shall specify such other closing date, in which event the closing date shall be the same date specified in the Bona Fide Offer, provided, however, if a longer period of time is required in order to seek

regulatory approval, such closing date shall be extended for a reasonable period of time for such purpose.

- (vi) If the option to purchase the Offered Units of the Selling Member is not exercised by the company and/or the other members with respect to all of the Offered Units by the end of the time periods set forth above for the exercise of such option, then, in such event, the Selling Member shall have the right to transfer all of such Offered Units to the Offeree (subject to compliance with Section 9.2); provided that the Selling Member first sends a written notice (a “*Tag Along Notice*”) to the other Members, who may elect by written notice (a “*Tag Along Exercise Notice*”) delivered to the Selling Member within 20 days after receipt of the Selling Member’s Tag Along Notice (the “*Termination Date*”), to participate in such transfer on a pro rata basis (based on their respective ownership of units). If any Specified Member delivers a Tag Along Exercise Notice and the Offeree does not wish to purchase both the Offered Units and the Units of the Specified Members who deliver a Tag Along Exercise Notice(s), then the Selling Member’s Units and the electing Specified Members’ Units shall be reduced pro rata to an aggregate amount which such purchaser is willing to buy. The consummation of any transfer that complies with the terms of this Section 9.3 shall occur within sixty (60) days after the Termination Date, unless the Bona Fide Offer specified such other closing date, in which event the closing date shall be the same date specified in the Bona Fide Offer, (a) the price of the Offered Units shall be no less than the price set forth in the Bona Fide Offer and the terms and conditions of such Transfer shall be no more favorable to the Offeree than those set forth in the Bona Fide Offer, and (b) the transferor and the transferee shall have complied with the provisions of Section 9.2 and Section 9.5 hereof. In the event that any such transfer is not in compliance with the foregoing provisions, all of the Offered Units automatically shall become subject once again to the terms of this Section 9.3.

13. Tale pattuizione sul *tag along*, oltre a disciplinare accuratamente un complesso sistema di notifiche, risulta degno di menzione per la previsione di un diritto di prelazione della società stessa nell’acquisto delle azioni oggetto di offerta rispetto agli altri soci.

2. Obbligo di covendita: clausole di drag along

2.1 La clausola di *drag along* invece intende tutelare i soci di maggioranza, con l’ausilio di un meccanismo simile a quello della clausola di *tag along* visto sopra.

2.2 Un esempio classico di clausola del tipo *drag along*, inserita nello statuto sociale, è il seguente:

- (i) Qualora un socio (“*Socio Proponente*”) avesse intenzione di negoziare in buona fede con un terzo acquirente la cessione di almeno il [] % delle azioni della società, in un’unica o in più cessioni tra loro collegate, in una trattativa con una controparte che non sia una persona giuridica controllata

o collegata alla società, il socio avrà il diritto, esercitabile inviando una comunicazione scritta ad ognuno degli altri soci almeno [___] giorni prima della prevista conclusione della trattativa, di richiedere agli altri soci di vendere la medesima percentuale di azioni (proporzionale alla percentuale di proprie azioni negoziata dal socio) al medesimo terzo acquirente, alle stesse condizioni di quelle applicate al Socio Proponente.

- (ii) La comunicazione del Socio Proponente ad uno o a più dei soci e all'organo amministrativo sarà inviata con lettera raccomandata con avviso di ricevimento, presso la sede della società e al domicilio di ciascun degli altri destinatari risultante dal libro soci. La comunicazione deve contenere le generalità del cessionario, il prezzo offerto e le condizioni del trasferimento ("*Proposta di vendita*"). Ogni socio con il presente patto accetta fin d'ora di cooperare con il Socio Proponente e assume ogni iniziativa e/o comportamento che risulterà ragionevolmente necessario per il perfezionamento della cessione al terzo acquirente secondo quanto previsto dalla Proposta di Vendita.
- (iii) Inviata la comunicazione di esercizio della facoltà di vendita, il Socio Proponente potrà richiedere a ciascuno degli aderenti alla Proposta di Vendita, e questi sarà tenuto a sottoscrivere, un contratto di deposito fiduciario e una procura a vendere, nei termini di cui alla Proposta di Vendita (rispettivamente "*Deposito Fiduciario*" e "*Procura a Vendere*"). Il Deposito Fiduciario e la Procura a Vendere conterranno, tra l'altro, l'impegno di ogni socio a consegnare al Socio Proponente, in deposito fiduciario, i certificati azionari e al conferimento irrevocabile di ogni necessario potere e rappresentanza per agire in relazione alla Proposta di Vendita.
- (iv) Le azioni soggette al presente articolo saranno incluse nella Proposta di Vendita agli stessi termini e condizioni applicabili alle azioni del Socio Proponente. In ogni caso il valore di cessione del pacchetto azionario detenuto dal socio di minoranza non potrà essere inferiore al valore di liquidazione dello stesso, calcolato in base ai criteri legali previsti per il recesso.
- (v) Nell'ipotesi di trasferimento di azioni eseguito senza l'osservanza di quanto sopra prescritto, l'acquirente non avrà diritto di essere iscritto nel libro soci e non sarà legittimato all'esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi.

2.3 La clausola appena esposta, dato il suo carattere generale, affronta molte delle problematiche e le possibili conseguenze connesse al *drag along*. In particolare, al comma (iv) specifica espressamente, al fine di evitare dichiarazioni di nullità, che a prescindere dal valore dato alle azioni in sede di negoziazione dal terzo e dal socio di maggioranza, il valore di cessione della partecipazione oggetto del "*trascinamento*" non potrà essere inferiore a quello che avrebbe ottenuto in sede di liquidazione per recesso.

2.4 Tale previsione è chiara specificazione del principio della equa valorizzazione della partecipazione richiesto dalla giurisprudenza ⁽¹⁷⁹⁾ (si veda anche la nota

(179) Trib. Milano, ord. 31-3-2008 e 24/25-3-2011, cit. a nt. 1; in dottrina P. Divizia, cit. a nt. 6, 157.

⁽¹⁾) ai fini di legittimità della clausola di *drag along*. I soci di minoranza che si trovassero costretti ad alienare la propria partecipazione non potrebbero anche subire uno svantaggio patrimoniale a causa di una valutazione troppo bassa delle proprie azioni effettuata da terze parti (socio alienante e terzo acquirente).

2.5 Un'altra differente clausola può essere rappresentata la seguente (in lingua inglese):

- (i) In the event at any time A receives from a Third Party (the “Proposed Transferee”) a legally binding offer for the entire share capital of the company, A has the right (the “Drag Along Right”) to cause each co-investor to transfer its entire participation in the company to the Proposed Transferee together and simultaneously with the Participation in the company of A and at the same terms and conditions (it being understood that the price per each class x shares of the company to be sold shall be equal to the class x proceeds per unit).
- (ii) To that purpose, A shall send to each of the co-investors a prior written notice promptly after receipt of the binding offer of the Proposed Transferee and, in any event, 15 (fifteen) business day before the expected date of the transfer to the Proposed Transferee (the “Drag Along Notice”) setting out:
 - (a) The identity of the Proposed Transferee;
 - (b) The price per unit expressed in Euro and the terms of payment agreed with the Proposed Transferee; and
 - (c) All other available material terms and conditions of the transfer agreed with the Proposed Transferee (including, if applicable, the entire agreement).
- (iii) Upon receipt of the Drag Along Notice, each co-investor shall be under the obligation to transfer its entire participation in the company to the Proposed Transferee, free and clear of any Lien, at the same time, terms and conditions (it being understood that the price per each class x shares of the company to be sold shall be equal to the class x proceeds per unit). For the sake of clarity, the co-investor shall assume the same obligations (including the same representations and warranties and covenants) requested to A by the Proposed Transferee.

2.6 La presente clausola è inserita in un patto parasociale, essendo specificamente rivolta e prevista per il socio A, nel caso questi decidesse di alienare la propria partecipazione nella società.

2.7 Segnaliamo l'obbligo implicito gravante sui “co-investor” (cfr. comma (iii)) di mantenere le loro partecipazioni libere da pegni o altri vincoli giuridici (“free and clear of any lien”). Tale ulteriore obbligo – già subordinato dalla clausola al volere del socio di maggioranza – potrebbe essere ritenuto, nel caso di verifica giudiziale, non coerente con il diritto di proprietà dei soci di minoranza, in quanto in violazione dell'art. 42 Cost.

- 2.8 Anche il principio della equa valorizzazione della partecipazione potrebbe non essere rispettato dalla clausola qualora il valore della partecipazione, secondo i *“terms and conditions”* di cui al comma (iii), sia ritenuto inferiore a quanto il socio di minoranza avrebbe potuto richiedere in sede di recesso.
- 2.9 Un esempio di clausola derivante dal diritto anglosassone, ma con una diversa formulazione, è la seguente:
- (i) After the initial holding period, if one or more selling stockholders holding shares representing a percentage interest of at least [___] collectively agree to transfer, in any single or series of related transactions, all of the issued and outstanding shares in the company to a person that is not an affiliate of any selling stockholder, the selling stockholders may exercise drag along rights against the stockholders in accordance with the terms, conditions and procedures set forth herein (the *“Drag Along Transfer”*).
 - (ii) The selling stockholders shall promptly give notice (a *“Drag Along Notice”*) to each other stockholder (each, a *“Drag Along Stockholder”*) not later than fifteen (15) Business Days (the *“Drag Expiration Date”*) prior to the consummation of the Drag Along Transfer, of any election by the selling stockholders to exercise their drag along rights under this Section 4.5, setting forth the name and address of the transferee, the aggregate amount of consideration to be paid in any Drag Along Transfer, and all other material terms and conditions of the Drag Along Transfer. Each of the selling stockholders and each of the Drag Along Stockholders shall receive the same amount and form of consideration per share in any Drag Along Transfer. The proceeds of the Drag Along Transfer shall be allocated among the stockholders pro rata based on the relative number and value of shares transferred by each of them.
 - (iii) Each Drag Along Stockholder shall (a) make the same representations, warranties, covenants, indemnities and agreements as made by the selling stockholders in connection with the Drag Along Transfer (other than any non-competition, non-solicitation or similar agreements or covenants that would bind the Drag Along Stockholder or its affiliates); provided that any representations and warranties relating specifically to any stockholder shall only be made by that stockholder, and (b) otherwise participate in the Drag Along Transfer on the same terms and conditions to the transfer as the selling stockholders agree. Notwithstanding the foregoing, however, all such representations, warranties, covenants, indemnities and agreements shall be made by each selling stockholder and Drag Along Stockholder severally and not jointly and any liability for breach of any such representations, warranties, covenants, indemnities or agreements related to the company in connection with the Drag Along Transfer shall be allocated among each selling stockholder and Drag Along Stockholder pro rata based on the relative number and value of Shares Transferred by each of them; provided that the aggregate amount of liability for each such selling

stockholder and Drag Along Stockholder shall not exceed the U.S. dollar value of the total consideration to be paid by the transferee to such selling stockholder or Drag Along Stockholder, respectively.

- (iv) The company and each Drag Along Stockholder shall cooperate with and assist the selling stockholders to facilitate any Drag Along Transfer and take all action reasonably necessary for such Drag Along Transfer to be completed in accordance with its terms, including (a) transferring such stockholder's shares to the applicable acquirer of such shares (the "*Drag Along Buyer*") pursuant to the terms of such Drag Along Transfer, and (b) executing and delivering any related documentation (subject to Section 4.5(c)). If any Drag Along Transfer is structured as a change in control transaction, each Drag Along Stockholder shall vote or consent in favor thereof, agree to tender and tender its shares in connection with any tender or exchange offer, and agree to waive any applicable appraisal or dissenters' rights in connection with such transaction, and provide such other cooperation as the company or selling stockholders, as applicable, may reasonably request.
- (v) If any Breaching Drag Along Stockholder fails to transfer its shares pursuant to any Drag Along Transfer in accordance with the terms thereof (a) the selling stockholders and the company shall have all rights and remedies available pursuant to law and in equity, including the right to enforce their respective rights under this Section 4.5 by specific performance and to bring an action for damages against such Breaching Drag Along Stockholder, and (b) the selling stockholders may, at their option and in addition to all other remedies they may have, deposit the purchase price (including any promissory note constituting all or any portion thereof) for such shares of the Breaching Drag Along Stockholder with a bank or trust company selected by the Board as escrow agent (the "*Escrow Agent*"), and thereupon all of such Breaching Drag Along Stockholder's rights in and to such shares shall terminate. Thereafter, upon delivery to the company by such Breaching Drag Along Stockholder of appropriate documentation evidencing the transfer of such shares to the Drag Along Buyer, the selling stockholders shall instruct the Escrow Agent to deliver the purchase price for such shares of the Breaching Drag Along Stockholder (without any interest from the date of the closing to the date of such delivery, any such interest to accrue to the company, and less any reasonable fees or expenses (including attorney's fees) incurred by the company or any other stockholder in enforcing its rights under this Section 4.5 against such Breaching Drag Along Stockholder) to such Breaching Drag Along Stockholder.

10. Ferme restando le osservazioni svolte sopra in relazione alle altre pattuizioni di *drag along*, come evidente, la clausola in commento ha la peculiarità - tipica del diritto anglosassone - di presentarsi come un "*contratto contenuto in un contratto più grande*", dal carattere pienamente autosufficiente, senza rinvii di sorta per quanto riguarda la covendita.

ASLA, l'**ASSOCIAZIONE DEGLI STUDI LEGALI ASSOCIATI** che è editrice di questo Quaderno (www.AslaItalia.it), comprende circa cento fra i principali Studi nazionali e di affiliazione estera operanti in Italia (fra cui quelli a cui appartengono il curatore e i coautori del Quaderno stesso, sotto specificati), ove è stata costituita nel 2003 come organizzazione apolitica senza scopo di lucro, operando in particolare nel settore del diritto d'impresa e con il fine di promuovere e diffondere la cultura e le modalità più attuali dell'esercizio della professione legale in forma associata, organizzata e certificabile.

L'**Avv. DIEGO RUFINI**, curatore e coautore (cap. 2) di questo Quaderno, è socio fondatore dello Studio Legale Associato RSG (www.StudioLegaleRsg.it) e docente a contratto di diritto commerciale presso la Scuola di Specializzazione per le Professioni legali dell'Università di Bologna.

L'**Avv. MARCO DELL'ANTONIA**, coautore (capp. 1 e 3) di questo Quaderno, è partner dello Studio Legale Orrick (www.Orrick.com), dipartimento Corporate e M&A, coordinatore scientifico e docente dell'area legale dell'Executive Master per l'Internazionalizzazione d'Impresa organizzato da NIBI (Nuovo Istituto di Business Internazionale) creato dalla Camera di Commercio di Milano e Promos, Teaching Fellow presso l'Università Bocconi, facoltà di giurisprudenza, corso "Contratti Internazionali e Joint Ventures", e coordinatore scientifico e docente dei corsi Master "Diritto e Impresa" de il Sole 24 Ore.

L'**Avv. ORESTE MARCHINI**, coautore (cap. 4) di questo Quaderno, è socio dello Studio Tonucci & Partners (www.Tonucci.it) a Milano, componente del Comitato Scientifico e docente dei corsi Master Diritto e Impresa de il Sole 24 Ore dal 2005, e responsabile del Gruppo di lavoro sul Diritto d'Impresa di ASLA.

Gli **Avv. TI LUIGI ZUMBO** e **ARTURO BATTISTA**, coautori (cap. 5) di questo Quaderno, sono rispettivamente socio fondatore e senior associate dello Studio SILS in affiliation with Bryan Cave (www.BryanCave.com); l'Avv. Zumbo è docente, con l'assistenza dell'Avv. Battista, dei corsi Master Diritto e Impresa de il Sole 24 Ore.

Pubblicazione giuridica n° 8 di ASLA

A cura del Gruppo di lavoro sul Diritto d'Impresa
Curatore: Diego Rufini

I materiali raccolti nella presente pubblicazione hanno valore soltanto esemplificativo e non vanno intesi come specifiche raccomandazioni del Curatore, dei Coautori o di ASLA.

© 2016 ASLA - Associazione Studi Legali Associati

Art Direction: Edoardo Steiner

www.aslaitalia.it

Tutti i diritti riservati. È vietata la riproduzione con qualsiasi mezzo, salvo autorizzazione scritta di ASLA.

L'**Avv. Diego Rufini**, curatore e coautore (cap. 2) di questo Quaderno, è socio fondatore dello Studio Legale Associato RSG (www.StudioLegaleRsg.it) e docente a contratto di diritto commerciale presso la Scuola di Specializzazione per le Professioni legali dell'Università di Bologna.

L'**Avv. Marco Dell'Antonia**, coautore (capp. 1 e 3) di questo Quaderno, è partner dello Studio Legale Orrick (www.Orrick.com), dipartimento Corporate e M&A, coordinatore scientifico e docente dell'area legale dell'Executive Master per l'Internazionalizzazione d'Impresa organizzato da NIBI (Nuovo Istituto di Business Internazionale) creato dalla Camera di Commercio di Milano e Promos, Teaching Fellow presso l'Università Bocconi, facoltà di giurisprudenza, corso "Contratti Internazionali e Joint Ventures", e coordinatore scientifico e docente dei corsi Master "Diritto e Impresa" de il Sole 24 Ore.

L'**Avv. Oreste Marchini**, coautore (cap. 4) di questo Quaderno, è socio dello Studio Tonucci & Partners (www.Tonucci.it) a Milano, componente del Comitato Scientifico e docente dei corsi Master Diritto e Impresa de il Sole 24 Ore dal 2005, e responsabile del Gruppo di lavoro sul Diritto d'Impresa di ASLA.

Gli **Avv.ti Luigi Zumbo** e **Arturo Battista**, coautori (cap. 5) di questo Quaderno, sono rispettivamente socio fondatore e senior associate dello Studio SILS in affiliation with Bryan Cave (www.BryanCave.com); l'Avv. Zumbo è docente, con l'assistenza dell'Avv. Battista, dei corsi Master Diritto e Impresa de il Sole 24 Ore.

www.aslaitalia.it

ASLA, l'**Associazione degli Studi Legali Associati** che è editrice di questo Quaderno (www.AsalItalia.it), comprende circa cento fra i principali Studi nazionali e di affiliazione estera operanti in Italia (fra cui quelli a cui appartengono il curatore e i coautori del Quaderno stesso, sopra specificati), ove è stata costituita nel 2003 come organizzazione apolitica senza scopo di lucro, operando in particolare nel settore del diritto d'impresa e con il fine di promuovere e diffondere la cultura e le modalità più attuali dell'esercizio della professione legale in forma associata, organizzata e certificabile.

