



DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

Cattedra di Diritto Privato Comparato

**LE CLAUSOLE DI *DRAG ALONG* E DI *TAG ALONG*
TRA L'ORDINAMENTO ANGLOSASSONE E
L'ORDINAMENTO ITALIANO**

RELATORE

Chiar.ma Professoressa
Barbara Santa De Donno

CANDIDATO

Antonio Venditti
Matr. 120813

CORRELATORE

Chiar.mo Professore
Eugenio Ruggiero

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

INDICE

Introduzione.....	7
--------------------------	----------

CAPITOLO I

IL FENOMENO DELLA CO-VENDITA E LA CIRCOLAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI AZIONARIE

1. Inquadramento storico del principio di libera circolazione delle azioni nell'ordinamento italiano.....	9
2. Il principio di libera circolazione nell'ordinamento anglosassone. Cenni alle sue limitazioni.....	16
3. I meccanismi di circolazione delle azioni.....	25
4. Il fenomeno della co-vendita.....	33
5. Cenni introduttivi alle clausole di <i>drag</i> , <i>bring</i> e <i>tag along</i>	42
6. Le clausole limitative della circolazione delle azioni. Rapporti con le clausole di co-vendita.....	49
6.1. Il patto di prelazione societaria.....	52
6.2. La clausola di gradimento.....	57

CAPITOLO II
LE CLAUSOLE DI CO-VENDITA NELL'ORDINAMENTO
ANGLOSASSONE

1. I <i>co-sale rights</i> nella struttura delle società chiuse.....	62
2. Le condotte opportunistiche tra soci.....	72
3. <i>Ratio</i> economica del patto di <i>drag along</i>	76
4. <i>Ratio</i> economica del patto di <i>tag along</i>	80
5. Il <i>leading case</i> in merito all'accordo di <i>drag along</i> : <i>Arbuthnott v. Bonnyman & Others</i>	86
5.1. La disciplina applicabile. La <i>Section 994</i> del <i>Companies Act 2006</i>	93
5.2. (<i>segue</i>) I doveri dell'organo amministrativo. La modifica dello statuto.....	96
5.3. La pronuncia della High Court of Appeal.....	100

CAPITOLO III
LE CLAUSOLE DI CO-VENDITA NELL'ORDINAMENTO
ITALIANO

1. Applicazione delle norme generali sui contratti.....	108
1.1. Arbitraggio di parte.....	113
1.2. La questione dell'applicabilità dell'articolo 2341-bis in tema di patti parasociali.....	116
2. Struttura e natura giuridica delle clausole di co-vendita.....	122
2.1. Mandato ad alienare e <i>drag along</i>	124

2.2. Contratto preliminare unilaterale e drag along.....	128
2.2.1. (<i>segue</i>) le ipotesi negoziali collegate: <i>a</i>) il contratto per persona da nominare; <i>b</i>) il contratto a favore di terzo.....	132
2.3. Contratto di opzione e drag along.....	137
2.3.1. (<i>segue</i>) le ipotesi negoziali collegate: <i>a</i>) il contratto per conto di chi spetta; <i>b</i>) il contratto per persona da nominare; <i>c</i>) il contratto a favore di terzo.....	142
2.4. Promessa del fatto del terzo e tag along.....	151
3. Profili relativi alla collocazione statutaria dei patti di co-vendita.....	155
3.1. Clausola sociale o parasociale.....	156
3.2. Modalità di introduzione delle clausole di co-vendita.....	161
3.3. Equa valorizzazione delle azioni trascinate.....	165
Conclusioni	169
Bibliografia	174

Introduzione

I patti di trascinamento e di accodamento sono accordi statutari o parasociali volti a regolare *ex ante* il momento di dismissione delle partecipazioni sociali per mezzo dei quali i soci si assicurano di procedere alla vendita “di concerto” delle rispettive partecipazioni. Segnatamente, l’accordo di *drag along* (lett. trascinare) attribuisce ad un socio il diritto di costringere l’altro all’alienazione congiunta. Parallelamente, l’accordo di *tag along* (lett. accodarsi) riconosce al socio beneficiario un diritto di seguire l’altro socio nella vendita azionaria. Come si avrà modo di osservare, si tratta di accordi che nascono dalla prassi negoziale internazionale, precisamente si inseriscono nei più ampi regolamenti contrattuali delle operazioni di *venture capital*; tuttavia, in ragione della capacità di sterilizzare i comportamenti opportunistici e sleali della compagine sociale si rileverà che il loro ambito di applicazione è arrivato a estendersi alle società chiuse o a ristretta base azionaria.

Ciò premesso e assunto il dato empirico della diffusione ormai globale degli accordi di co-vendita, per il presente lavoro si è inteso adottare un approccio metodologico che non si risolve in una comparazione formale, volta a evidenziare gli elementi di assonanza e dissonanza degli accorsi che ci si accinge a considerare. L’obiettivo è stato piuttosto quello di enucleare i principi fondamentali che devono guidare il giurista interessato alla materia e, parallelamente, proporre uno schema tipico (*rectius*, ricorrente) che possa fungere da archetipo di studio. In questo senso, il primo capitolo intende apprestare il quadro normativo e fattuale - italiano e anglosassone - in cui si inseriscono gli accordi di co-vendita, atteso che le pattuizioni *de qua* afferiscono alla più ampia tematica delle modalità (e correlate limitazioni) della circolazione delle quote azionarie.

L’attenzione volge poi al substrato economico degli accordi di trascinamento e di accodamento con precipuo riguardo

all'ordinamento inglese che, come si avrà modo di sottolineare, ammette senza tentennamenti l'azionabilità giuridica della co-vendita.

Infine, l'ultima parte del presente lavoro è dedicata alla compatibilità astratta e concreta degli accordi di *drag along* e di *tag along* rispetto ai principi cardine - tanto civilistici che societari - dell'ordinamento italiano. In particolare, si è inteso valorizzare l'elemento teleologico della fattispecie, così da orientare lo studio non già verso una mera ricostruzione dogmatica dell'istituto, quanto piuttosto verso l'individuazione del modello legalmente tipico che più si avvicina alla formulazione pattiziamente ricorrente.

In via generale, si tratta così di una categoria giuridica che si caratterizza non tanto per un'omogeneità redazionale, quanto piuttosto per una spiccata omogeneità degli effetti, poiché, in un contesto giuridico ormai necessariamente globale l'attore economico necessita di uno strumento negoziale che sia idoneo a produrre i medesimi effetti nei diversi ordinamenti in cui viene azionato. In questo senso è immediato l'esempio della *holding* di attività multinazionali; la controllante opera in tanti e diversi ordinamenti quante sono le entità da essa controllate. Conseguenzialmente, il compito e il merito del giurista si risolve non solo nella conoscenza in sé, ma anche e soprattutto nella capacità di comprendere le uniformi esigenze commerciali così da poterle tradurre in un regolamento negoziale conforme al sistema giuridico di volta in volta considerato. Inoltre, le pattuizioni che ci si accinge a esaminare non conoscono una disciplina legale tipica, sicché dopo averne individuato i tratti il lavoro si indirizza verso un giudizio sulla loro configurabilità all'interno dell'ordinamento anglosassone e italiano.

CAPITOLO I

IL FENOMENO DELLA CO-VENDITA E LA CIRCOLAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI AZIONARIE.

SOMMARIO: 1. Inquadramento storico del principio di libera circolazione delle azioni nell'ordinamento italiano. – 2. Il principio di libera circolazione delle azioni nell'ordinamento anglosassone. Cenni alle sue limitazioni. – 3. I meccanismi di circolazione delle azioni. – 4. Il fenomeno della co-vendita. – 5. Cenni introduttivi alle clausole di *drag*, *bring*, e *tag along* – 6. Le clausole limitative della circolazione delle azioni. Rapporti con le clausole di co-vendita. – 6.1. Il patto di prelazione societaria – 6.2. La clausola di gradimento.

1. Inquadramento storico del principio di libera circolazione delle azioni nell'ordinamento italiano.

Storicamente, tra le ragioni dello sviluppo del fenomeno associativo-organizzativo, si annovera sicuramente, tra le tante, anche l'esigenza di raccogliere, con l'obiettivo di perseguire una finalità condivisa, le risorse economiche facenti capo ad una pluralità di soggetti, sicché, attraverso il coordinamento delle risorse stesse, diviene raggiungibile un obiettivo, eventualmente di carattere imprenditoriale, precluso al singolo perché eccessivamente oneroso¹.

Nella fase più risalente nel tempo, e con specifico riguardo alle finalità di impresa, i fondi necessari allo svolgimento della struttura

¹ Ai fini dell'analisi storica v. A. SCIALOJA, *Sull'origine delle società commerciali in Saggi di vario diritto*, I, Roma, 1927, 223 ss.; F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1976; F. GALGANO, *Lex Mercatoria*, Bologna, 1993; P. UNGARI, *Profilo storico delle anonime in Italia, (lezioni)*, Roma, 1974; G. LUZZATTO, *Per una storia economica d'Italia*, Bari, 1974; A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della "company" inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 632 ss.

associativa derivavano dalla mera utilizzazione congiunta dei capitali propri degli imprenditori. Solo in un secondo tempo, le necessità economiche del gruppo, organizzatosi secondo uno dei modelli societari legislativamente previsti, vengono ad esser soddisfatte mediante la richiesta di investimento rivolta ad un più vasto pubblico².

Al fine di attrarre quei capitali riconducibili a soggetti non direttamente interessati alla gestione della società, andava salvaguardata – ciò che continua ad essere fortemente attuale - la possibilità che il finanziatore dismettesse, senza eccessive difficoltà, la propria partecipazione e, dunque, ottenesse un ritorno economico dal capitale investito senza rimanere forzatamente vincolato alla società stessa.

E' evidente che l'esigenza ora enunciata collide con quella opposta, e non meno meritevole, riconducibile alla società e ravvisabile nella possibilità di disporre liberamente, ma soprattutto stabilmente, del proprio patrimonio evitando, o comunque arginando, il rischio della repentina restituzione del capitale a seguito del recesso del socio.

Gli interessi appena delineati, sia pure in termini semplificati, hanno storicamente trovato una sintesi nel principio della libera circolazione della partecipazione societaria, in forza del quale, per un verso, viene difeso l'interesse della società alla tendenziale stabilità del capitale costituente il patrimonio sociale e, per altro verso, permette al singolo socio la sollecita monetizzazione dell'investimento³.

La libera circolazione è inoltre l'antesignana di molti dei tratti tipici che si rinvencono nell'odierna società per azioni. A titolo esemplificativo si possono qui ricordare i connotati della spersonalizzazione della figura del socio, dell'incorporazione dei diritti sociali all'interno del titolo rappresentante la partecipazione e

² P. SPADA, *Dalla nozione al tipo di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 95 ss.

³ F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, cit., 65-66.

della suddivisione del capitale sociale in azioni di ugual valore ed infine della scissione delle competenze gestorie ripartite tra l'assemblea e gli amministratori⁴.

Già partire dal XVIII secolo, la società in accomandita cede la sua centralità in favore del modello di quella anonima, che può esser considerato, in punto di fatto, quale predecessore di quella che sarà la società per azioni disciplinata dalle codificazioni novecentesche⁵.

La progressiva affermazione del principio di libera circolazione delle azioni produce altresì riflessi con riguardo alla regola della limitazione della responsabilità del socio, in relazione alle obbligazioni sociali, entro i confini dell'apporto conferito in società.

Viene così gradualmente abbandonato il binomio esistente tra responsabilità limitata e poteri di indirizzo societario affidati ad individui espressione della volontà regia.

La responsabilità nei limiti di quanto conferito si afferma sempre più come elemento congenito della società commerciale⁶, appunto necessario in virtù della maggiore eterogeneità della compagine sociale.

Come spesso accade, i mutamenti economici, nella loro ricaduta sul piano giuridico, sono dapprima recepiti dalla prassi commerciale e, in un secondo momento, accolti dagli orientamenti giurisprudenziali ed infine recepiti dal legislatore.

⁴ Queste caratteristiche, forse proprio in virtù della libera circolazione, sono legate a doppio filo all'allargamento della compagine sociale.

⁵ F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, cit., 68.

⁶ A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della "company" inglese*, cit. 674 ss. L'Autore dedica approfondite pagine all'analisi e all'evoluzione del principio di responsabilità limitata nelle società d'oltremarina.

In particolare, è interessante notare come, fino al *Limited Liability Act* del 1855, tale privilegio fosse discrezionalmente concesso dal *Board of Trade* (organismo espressione della Corona), il quale peraltro era in merito assai diffidente. La retrosia derivava dal timore che un'indiscriminata concessione avrebbe portato ad una crescita smisurata delle società beneficiarie, fino al punto in cui sarebbero divenute sostanzialmente assimilabili a imprese monopolistiche, in contrasto con lo spirito liberista dell'economia britannica.

A tal riguardo è interessante notare come già nel Settecento gli statuti delle società anonime⁷, incorporate negli ordinamenti continentali, contenessero clausole che prevedevano la libera trasferibilità delle azioni, cui si accompagnava un controllo di mera legalità, con la successiva iscrizione nel libro dei soci soltanto ai fini dell'opponibilità alla società dell'avvenuto trasferimento.

In egual misura tale libertà di cessione era solitamente correlata al divieto di rimborso e/o di restituzione del conferimento effettuato con conseguente impossibilità di recedere dalla società durante la vita della stessa.

Una volta che il principio di libera circolazione delle partecipazioni azionarie divenne prassi consueta degli operatori economici, anche la giurisprudenza non tardò a riconoscerne la centralità.

Giova ricordare in proposito due risalenti, ma significative, pronunce di merito rese nella medesima vicenda⁸ e nelle quali venne statuita l'inopponibilità al terzo acquirente di una pattuizione non risultante dallo statuto e avente ad oggetto la previa approvazione della vendita delle azioni da parte dell'organo amministrativo. Nel caso di specie l'amministratore si rifiutò di procedere all'iscrizione del terzo nel libro soci poiché egli non aveva fornito il proprio consenso in ordine all'alienazione; da ciò appunto l'azione giudiziaria promossa dal terzo acquirente al fine di ottenere il riconoscimento in ordine sia alla piena titolarità dei diritti sociali acquistati, sia al correlato pregiudizio subito nel periodo in cui non aveva potuto partecipare alla vita assembleare.

Il principio di libera trasferibilità diviene così il cardine di ogni successiva ricostruzione giurisprudenziale, specie di merito⁹. Le corti

⁷ P. UNGARI, *Profilo storico delle anonime in Italia*, cit.

⁸ Trib. Milano 27 agosto 1914 e App. Milano 15 dicembre 1914 entrambe in *Riv. dir. comm.*, 1917, 58 ss.

⁹ v. App. Bari 31 dicembre 1929 in *Rep. foro it.*, 1930, 1332 n. 313 – 314 considera nulla la clausola di mero gradimento dell'organo amministrativo muovendo dall'assunto che la possibilità di alienare la partecipazione sia elemento connotato

seppur non sempre concordi nel determinarne l'ampiezza, ammettono pacificamente il suo contenuto minimo che viene invero ravvisato nel diritto del socio a non rimanere legato a tempo indeterminato alla società.

Le interpretazioni proposte dai giudici di merito ottengono poi conferma dalla immediatamente successiva giurisprudenza di legittimità, la quale si assesta nel riconoscere la connaturata centralità del principio in esame rispetto al modello della società per azioni¹⁰. In particolar modo la Corte di Cassazione sottolinea che la clausola di gradimento non possa mai essere di impedimento alla circolazione delle azioni con riferimento al rapporto tra acquirente e socio alienante e che, quindi, eventuali limiti alla stessa possano operare solo nel senso di legittimare il rifiuto della società a procedere nell'iscrizione del libro soci¹¹.

La corrente di pensiero elaborata dalla dottrina, e seguita dalla giurisprudenza, sotto la vigenza del Codice di Commercio viene poi fatta propria anche dal legislatore nel codice unitario del 1942.

Nella Relazione al Codice Civile, infatti, espressamente si legge che *“politicamente ed economicamente la società per azioni costituisce uno dei capisaldi insostituibili dell'economia organizzata del nostro secolo. Essa è infatti lo strumento tipico che permette la raccolta e la mobilitazione di notevoli masse di risparmio popolare per l'investimento in imprese, per le quali nessuna privata fortuna*

della stessa nozione di società. Invece, App. Torino 18 gennaio 1929, in *Foro it.*, 1929, 629 e Trib. Venezia 20 novembre 1928 in *Rep. foro it.*, 1929, voce “società civile e commerciale” c. 1423, n. 227 ammettono la validità della clausola che subordina il trasferimento al consenso degli amministratori, ma non mancano di sottolineare che la discrezionalità concessa agli amministratori sia in primo luogo legata a un'effettiva valutazione dell'impatto prodotto dal terzo e che, comunque, non può mai tradursi nella circostanza di mettere il socio nell'impossibilità di trovare un terzo acquirente gradito.

¹⁰ Cass. 31 gennaio 1931 in *Riv. dir. comm.*, 1931, 246 ss. e Cass. 28 febbraio 1931, in *Riv. dir. comm.*, 250 ss. entrambe annotate da T. ASCARELLI, *Sui limiti statuari alla circolazione delle azioni e sui diritti individuali degli azionisti* in *Riv. dir. comm.* 1931, 487 ss.

¹¹ In questo senso le sentenze da ultimo citate.

sarebbe sufficiente o nelle quali il singolo non avrebbe l'ardire di cimentarsi, in relazione all'eventualità che il proprio patrimonio si impegni oltre la durata della vita umana. La società per azioni rende possibile questo risultato, offrendo al socio il duplice vantaggio di limitare la propria responsabilità per le obbligazioni sociali alla somma conferita e di potere, con l'alienazione del titolo che rappresenta la sua partecipazione, realizzare in qualsiasi momento il suo investimento senza che perciò venga alterata la consistenza del patrimonio sociale”¹².

La sede codicistica consacra quindi il principio di libera trasferibilità delle azioni, affidandogli il compito di fungere da chiave di lettura dei meccanismi di circolazione e dei relativi ed eventuali limiti.

La formulazione dell'art. 2355, 3° co. c.c., *ante riforma* del d. lgs. n. 6 del 2003, recitava testualmente che “*l'atto costitutivo può sottoporre a particolari condizioni l'alienazione delle azioni nominative*”. La possibilità di introdurre limitazioni alla circolazione non poteva che confermare, sia pure implicitamente, la “naturale vigenza” della regola generale.

A tale conclusione si giungeva sia in ragione dell'assimilazione della disciplina delle azioni a quella dei titoli di credito, sia argomentando da ragioni di ordine sistematico, giacché il legislatore ogni qualvolta aveva inteso escludere la circolazione delle azioni lo aveva fatto con norme espresse¹³.

Si specificava difatti che la previsione di un divieto assoluto di alienazione avrebbe comportato una trasformazione delle azioni in

¹² Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi al Libro V del Codice Civile “Del Lavoro”, Titolo XVI, I, n.941, consultabile su sito internet: www.consiglionazionaleforense.it.

¹³ Precisamente per le società in accomandita semplice (art. 2322, II co. c.c.), società a responsabilità limitata (art. 2469 c.c.), società cooperative (art. 2530 c.c.).

quote di s.r.l., per le quali soltanto tale divieto era ammesso dalla legge¹⁴.

Nonostante l'asserita eccezionalità delle clausole limitative della circolazione, la giurisprudenza, sospinta dall'esigenza di tutelare anche l'interesse della società, aveva ricostruito le “*particolari condizioni*” con una gradazione sufficientemente ampia per abbracciare ogni tipo di limitazione, eccettuato il divieto assoluto di alienazione¹⁵.

Nei paragrafi successivi si esaminerà approfonditamente la disciplina in tema di limiti alla circolazione delle azioni, tuttavia è il caso di segnalare sin d'ora che l'art. 2355-bis, rubricato, appunto, *Limiti alla circolazione delle azioni* ed introdotto con la Riforma del 2003, statuisce la possibilità di escludere *tout court* la circolazione, purché tale previsione non sia ultra-quinquennale.

¹⁴ D. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1993, 3.

¹⁵ G. ZUDDAS, D. MENICUCCI, M. PALMA, *Ancora sui limiti al trasferimento delle azioni nella pratica statutaria*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 896 ss.; U. RUSCONI, *Clausole di gradimento e clausole di prelazione nella recente prassi societaria*, in *Riv. Soc.* 1958, 145 ss.

2. Il principio di libera circolazione nell'ordinamento anglosassone. Cenni alle sue limitazioni.

Le tendenze delineatesi nell'ordinamento giuridico del Regno Unito seguono il medesimo tracciato e si sviluppano su di una direttrice comune agli ordinamenti di *civil law*; il principio di libera circolazione delle azioni è assunto dalla giurisprudenza d'oltremarica come fulcro intorno al quale far ruotare il diritto societario.

Per comprendere appieno le pronunce che nel tempo hanno affermato la centralità di tale principio è necessario compiere una veloce premessa in merito al concetto anglosassone di *right of property*.

Il *right of property*, come elaborato dai giuristi di *common law*, si sovrappone e si estende ulteriormente rispetto a quello che nella tradizione romanistica viene inteso come diritto di proprietà¹⁶.

Con l'intenzione di fornire una rapida panoramica, si può affermare che i diritti ricondotti nell'alveo della disciplina della *property* sono classificati in modo diverso rispetto a quanto avviene negli ordinamenti di *civil law*: si distingue tra *real property* e *personal property*¹⁷.

Quest'ultima a sua volta è suddivisa a seconda che faccia riferimento ai beni *tangible* (sostanzialmente il danaro e le merci) o ai beni *intangible* (e.g. i diritti d'autore)¹⁸; nello specifico la proprietà di un bene immateriale abbraccia anche situazioni giuridiche che negli ordinamenti continentali vengono considerate come diritti di credito.

¹⁶ Per una chiara e compiuta analisi delle differenze tra la *property* anglosassone e l'esperienza dei diritti reali dei paesi di *civil law* è utile richiamare A. GAMBARO e R. SACCO, *Sistemi giuridici comparati*, in R. SACCO (diretto da) *Trattato di diritto comparato*, II, Torino, 1996, 144 ss.

¹⁷ La *Section 541* del *Companies Act 2006* definisce i titoli azionari come *personal property*.

¹⁸ R. GOODE, *Commercial law*, Londra, 1982, 27 ss.

Grazie ai vasti confini del perimetro di questa categoria, i giudici inglesi hanno incluso il diritto di trasferire le azioni nel *right of property*¹⁹.

La libertà di disporre delle proprie azioni è considerata come piena e, salvo particolari limitazioni, incondizionata manifestazione della *property* che il socio vanta sul proprio investimento²⁰; in altre parole, il socio vanta una *property* sul capitale investito inclusiva anche della facoltà di alienazione delle azioni; queste ultime rappresentano, in ultima analisi, nient'altro che l'investimento effettuato dal socio²¹.

L'assunto fondamentale è che le *shares* sono liberamente trasferibili; le limitazioni alla loro circolazione chiaramente esistono, ma si devono porre in termini eccezionali rispetto alla regola generale²².

Tale duplice considerazione è chiaramente espressa dal pensiero del *Lord Justice William Page Wood* nel *Weston's Case*, il quale sottolinea come sia da ritenersi implicita la valutazione in ordine alla libera trasferibilità, valutazione appunto compiuta dagli individui che abbiano preferito costituire una *company* piuttosto che optare per una più semplice *partnership*. La scelta verso il modello della *company* è già di per sé indice sicuro della volontà di assicurarsi la successiva possibilità di far circolare i titoli; l'obiettivo prefisso dei futuri soci - salva espressa pattuizione di segno contrario, non presente nel caso da cui scaturisce la controversia - è estrinsecato nella volontà di

¹⁹ D. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, cit., 76. L'Autore indica come detta inclusiones sia da ritenersi storicamente proveniente dall'esigenza di conciliare le necessità del commerciante *uti singuli* con quelle più ampie della società industriale britannica *uti socii*.

²⁰ *Moffat v. Farquhar*, (1878) 7 Ch. 591, ivi 605-606. La ricostruzione nel senso di considerare il diritto di trasferire le azioni come corollario del diritto di proprietà è fatta propria dai giudici anche in (Re) *Bede Steam Shipping Company limited* (1917) 1 Ch. 123; nonché, in tempi più recenti, in (Re) *Smith and Fawcett Ltd.* (1942) Ch. 304.

²¹ Cfr. D. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, cit., 79.

²² Tale considerazione si sviluppa sia dall'esame delle pronunce delle Corti inglesi che si esamineranno a breve; sia dalla lettura del disposto della *Section 544 n. 1* del *Companies Act 2006*, della quale si riporta il testo: "*The shares or other interest of any member in a company are transferable in accordance with the company's articles*".

ingresso in una forma di esercizio imprenditoriale in grado di assicurare la trasferibilità delle azioni²³.

Con la medesima pronuncia la Corte ripudia la validità, e ne stabilisce la completa infondatezza, dell'interpretazione proposta dalla parte soccombente nel corso del giudizio a difesa delle sue ragioni. È infatti da sconfessare quella visione che, nel silenzio dello statuto societario, ricostruisce un divieto generale di trasferire le azioni salvo un'espressa delibera dell'assemblea dei soci.

Anzi, la questione va affrontata ribaltando la prospettiva, le azioni sono liberamente trasferibili, senza che al riguardo sussista alcuna necessità di un'espressa disposizione degli *Articles of Association*, i quali, tutt'al più, avranno il compito di disciplinare le modalità di circolazione e prevedere, facoltativamente, delle specifiche ed esplicite limitazioni²⁴.

Prima di esaminare più approfonditamente i vincoli che possono essere apposti alla circolazione delle azioni, è d'uopo ricordare che il titolo azionario può circolare alternativamente secondo le modalità previste dallo *Stock Transfer Act* 1963 e dallo *Stock Transfer Act* 1982 ovvero in forza di un accordo di compravendita tra il socio alienante e l'acquirente interessato.

Con riguardo all'ipotesi di una vendita tra privati è interessante notare che la giurisprudenza inglese ha raggiunto conclusioni analoghe a quelle proprie della disciplina italiana circa la scissione esistente tra la proprietà del titolo e la titolarità della posizione di socio. Difatti, l'*ownership* delle azioni circola in forza del solo accordo tra socio e aspirante tale, mentre il trasferimento della qualifica di socio sarà effettivo solo a seguito della registrazione del

²³ *Weston's Case*, (1868), 4 *Ch.*, App 20.

²⁴ Il giudice si dichiara infatti perplesso dall'idea che le azioni, il cui valore è sostanzialmente espresso attraverso la libera negoziabilità delle stesse, siano sottoposte a restrizioni circolatorie non risultanti dallo statuto.

nome dell'acquirente nei libri sociali²⁵. Peraltro, salvo l'esistenza di obblighi legali o statutari che impongano di non procedere all'iscrizione, gli amministratori sono tenuti ad effettuare la registrazione e, conseguentemente, la società a consegnare i certificati azionari, entro e non oltre i due mesi successivi alla data del trasferimento²⁶; infine, il momento di annotazione del nome riveste un'importanza centrale perché individua l'esatto momento temporale in cui l'alienante cessa di rivestire la qualifica di socio in favore dell'acquirente²⁷.

È chiaro quindi come la proprietà del diritto di disporre liberamente in ordine alla circolazione delle azioni sia un elemento naturale anche del diritto commerciale inglese; tuttavia è altrettanto evidente che questo principio, pur potendo subire forti limitazioni di natura sia pattizia che legale, non possa esser mai escluso *tout court*.

Una prima ipotesi in cui la regola generale della libertà di trasferimento subiva un'eccezione era positivamente prevista dal legislatore e si riscontrava nell'esame della disciplina della *Private Company*.

Fino alle modifiche apportate dal *Companies Act* 1985 prima, e dalla *Section 544 Companies Act* 2006 poi, l'adozione di questa forma societaria imponeva che nello statuto venissero necessariamente inserite clausole limitatrici della circolazione dei titoli²⁸.

²⁵ London Founders Association v. Clarke, *Court of Appeal* (1888) 20 Q.D.B., 576. Per l'esame dell'ordinamento italiano si veda invece il par. 3 del presente capitolo.

²⁶ Tale obbligo è contenuto nella *Section 776* dello *Stock Transfer Act* 1982.

²⁷ H.R. HAHLO, M.J. TREBILCOCK, *Hahlo's Casebook on Company Law*, Londra, 1977, 34; R. PENNINGTON, *Company Law*, Londra, 1990, 339 ss.

²⁸ Si veda la *Section 28 n. 1* del *Companies Act* 1948:

- "For the purposes of this Act, the expression "private company" means a company which by its articles:
 - a. restricts the right to transfer its shares; and
 - b. limits the number of its members to fifty, not including persons who are in the employment of the company and persons who, having been formerly in the employment of the company, were while in that employment, and have continued after the determination of that employment to be, members of the company; and

Nella disciplina vigente una disposizione di senso analogo si incontra anche in uno dei più recenti interventi organici compiuti dalla *House of Parliament*. La *Section 755 n. 1* del *Companies Act 2006* rinnova implicitamente la predisposizione di meccanismi di limitazione della circolazione vietando, tra le altre cose, che la *Private Company* possa offrire al pubblico i titoli rappresentativi del suo capitale, ugualmente si prevede che le sia fatto divieto di assegnare i titoli a terzi con l'obiettivo implicito che questi ne consentano la successiva circolazione.

Spostandosi sul versante privato, anche l'autonomia negoziale ha trovato nelle formule della prelazione e del gradimento, comuni a tutte le esperienze giuridiche occidentali, lo strumento prediletto con cui limitare la libertà di disposizione delle azioni.

Trovatasi ad esaminare la compatibilità di queste clausole con l'ordinamento giuridico, la giurisprudenza da un lato ha risposto positivamente ed ha fondamentalemente accolto il massimo grado di estensione clausole di gradimento, arrivando perfino ad ammettere la legittimità delle clausole statutarie che accordassero agli amministratori la possibilità di rifiutare discrezionalmente e insindacabilmente la registrazione del trasferimento²⁹.

Dall'altro i giudici si sono preoccupati di garantire che il principio in esame non venisse sistematicamente mortificato, più che dalle

c. *prohibits any invitation to the public to subscribe for any shares or debentures of the company.*"

La *Section 544* del *Companies Act 2006* prevede invece che le azioni circolino secondo le modalità stabilite dallo statuto, così implicitamente disponendo che vi il trasferimento, per quanto potesse essere incisivamente limitato, dovesse comunque ritenersi assicurato nel suo minimo grado.

Si riporta il testo della *Section 544*:

"Transferability of shares: The shares or other interest of any member in a company are transferable in accordance with the company's articles".

Già dopo il primo intervento di riforma del 1985, R. PENNINGTON, *Company Law*, cit., 342, ritenne che lo statuto non poteva più escludere *in toto* la circolazione, poiché, se da un lato veniva concessa la possibilità di introdurre dei vincoli alla circolazione, dall'altro non era ammissibile l'assoluta intrasferibilità dei titoli, onde evitare la creazione di una sorta di *"incorporated partnership"*.

²⁹ (Re) *Swaledale Cleaners Ltd.*, (1968) 1 *W.L.R.* 1710.

pattuizioni dei soci, dalla discrezionalità degli amministratori. In quest'ultimo senso, il sindacato delle corti si è concentrato sull'interpretazione e sugli effetti prodotti dalle clausole introdotte negli *Articles of Association* nonché sulle effettive modalità di esercizio della discrezionalità affidata all'organo amministrativo³⁰.

Ad esempio, si è ritenuto necessario che le limitazioni risultassero chiaramente dalla lettura dello statuto, non potendosi procedere in via analogica all'estensione di fattispecie simili pur presenti nello statuto³¹. Ancora, non si ritiene legittimo il rifiuto dell'organo amministrativo di riconoscere il trasferimento, se fondato sulla considerazione che lo statuto preveda ipotesi particolari di esclusione ricollegate al diritto di prelazione riconosciuto agli altri soci³².

Sulla medesima lunghezza d'onda si colloca anche la pronuncia (*Re Pool Shipping Co.*), con la quale la Corte statui che, dinnanzi a più interpretazioni tutte parimenti possibili e legittime, sia da preferirsi tendenzialmente quella che abbia il minor impatto sulla libertà di trasferire il titolo³³. Tuttavia, tale scelta interpretativa deve tener conto sia della forma giuridica della società sia dello scopo in virtù del quale le limitazioni sono state previste; quindi, qualora il giudice si trovi in a dover interpretare una pattuizione, restrittiva della libertà di disporre delle azioni e contenuta nello statuto di una *private company*, dovrà attentamente ponderare le esigenze che hanno portato i soci ad inserire una limitazione di un certo respiro, così che non sia delegittimato il *purpose* di tale previsione³⁴.

Con riguardo alle valutazioni discrezionali che devono essere compiute dagli amministratori nell'esprimere o meno il loro gradimento all'ingresso del socio acquirente, deve *in primis* essere affermata la bipartizione che esiste tra i loro doveri; al riguardo i

³⁰ D. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, cit., 80.

³¹ *Delavenne v. Broadhurst* (1931) 1 *Ch.* 234.

³² *Delavenne v. Broadhurst* (1931), cit., 234.

³³ (*Re Pool Shipping Co.*) (1920) 1 *Ch.* 251.

³⁴ P.L. DAVIES, *Gower: Principle of Modern Company Law*, Londra, 2001, 939 ss.

giudici anglosassoni distinguono i *fiduciary duties* dai *duties of care and skill*³⁵.

Se gli ultimi integrano requisiti di diligenza e perizia di carattere pressoché esclusivamente tecnico che si identificano nella corretta amministrazione della società, i primi si risolvono invece nei doveri di *loyalty and good faith* (correttezza e buona fede) e hanno uno spiccato carattere discrezionale, assimilabili a quelli del *trustee*³⁶.

Nell'esercitare la discrezionalità concessa l'organo amministrativo deve uniformarsi principalmente ai *fiduciary duties*.

Gli amministratori devono quindi agire *in bona fide*, secondo quello che loro ritengono essere l'*interest of the company*, e nel perseguire l'interesse sociale, sono vincolati alle sole regole contenute nello statuto, incontrando come unico limite soltanto ciò che è sancito dallo stesso³⁷. Nel caso *Smith and Fawcett Ltd.* il giudice Greene si occupa di specificare l'assenza di alcun precedente che impedisca in via di principio di attribuire la più estesa discrezionalità agli amministratori nel valutare quello che ritengono essere l'interesse sociale³⁸.

La discrezionalità è tale che gli amministratori non sono nemmeno gravati dall'obbligo di esplicitare le ragioni del diniego, sicché nel valutare un'eventuale eccesso di potere la Corte dovrà muoversi dalla presunzione che l'esercizio del potere sia avvenuto "*honestly and rightly*", salva prova contraria che dovrà esser fornita da chi lamenta un pregiudizio³⁹.

³⁵ Percival v. Right, (1902), *Ch.*, 421.

³⁶ D. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, cit., 85.

³⁷ (Re) Smith and Fawcett Ltd. (1942) *Ch.* 304. È appena il caso di sottolineare come il giudice Greene specifichi che l'interesse sociale venga identificato secondo quello che "*gli amministratori – e non la corte*" – ritengono essere la scelta migliore per la società.

La materia dei doveri dei *directors* della società è oggi disciplinata dalle *Sections* 170 e ss. del *Companies Act* 2006. Si noti come proprio la *Section* 170 richiami le *common law rules* nonché gli *equitable principles* nell'interpretazione e applicazione dei doveri dell'organo amministrativo.

³⁸ (Re) Smith and Fawcett Ltd. (1942), *Ch.* 301.

³⁹ (Re) Bede Steam Shipping Company limited (1917) 1 *Ch.* 123 che richiama anche Ex parte Penney (1872), L. R. 8 *Ch. App.* 446.

Tuttavia il gradimento non deve necessariamente essere del tutto discrezionale, potendo altresì essere agganciato a parametri di valutazione oggettivi e predeterminati dallo statuto. Anche in questo caso però gli indicatori possono esser previsti con formulazioni talmente ampie da essere equiparabili negli effetti ad un gradimento discrezionale, per così dire, puro.

Infatti, non è necessario che ad esser valutati siano obbligatoriamente requisiti di obiettiva solidità economica dell'aspirante socio, o situazioni di oggettivo conflitto d'interessi, come potrebbe darsi nel caso di acquisto delle azioni da parte di un imprenditore concorrente⁴⁰.

I magistrati inglesi ritengono perfettamente valida la clausola di gradimento che faccia riferimento a canoni soggettivi. È ammesso l'esame “*personale*” dell'acquirente⁴¹, e le valutazioni possono tener conto anche di quella che sarà la prospettata risposta dei soci all'ingresso di un terzo sconosciuto in società.

Infine, il gradimento può addirittura esser rifiutato perché il *Board of Directors* ritiene che l'aspirante socio sia una persona “*quarrelsome*” (litigiosa) in grado di turbare gli equilibri sociali⁴².

L'atto di gradimento è un atto negoziale di volontà riconducibile alla sfera giuridica della società, in relazione al quale gli amministratori si pongono quali meri organi della stessa, strumenti attraverso cui la volontà sociale è esplicitata. Seppur l'agire amministrativo debba essere orientato al perseguimento dell'interesse sociale, è necessario che siano tenuti in debita considerazione anche gli altri interessi tutelati dall'ordinamento (*i.e.* l'interesse del socio a dismettere il proprio investimento).

E quindi in capo ai soci è stata riconosciuta la titolarità di un “*prima facie right*”. Tale diritto si esplicita nella legittima aspettativa a veder

⁴⁰ D. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, cit., 88.

⁴¹ (Re) *Bede Steam Shipping Company limited* (1917) 1 *Ch.* 123.

⁴² (Re) *Bede Steam Shipping Company limited* (1917), cit.

formulata la clausola di gradimento in modo chiaro e intellegibile⁴³, sia che “*l’esercizio dei poteri avvenga tenendo in considerazione il suo diritto a trasferire le azioni*”⁴⁴.

Un ulteriore mezzo attraverso cui la giurisprudenza ha enucleato una forma di tutela per l’azionista, così che questi non sia sostanzialmente imprigionato nella società, deriva dalla scissione che si riscontra tra *full ownership* e *beneficial and equitable interest*⁴⁵. La possibilità di negare il *placet* al trasferimento attiene esclusivamente alla piena proprietà, mentre gli *interest* possono circolare liberamente, poiché il diritto al loro trasferimento viene considerato a un tempo sia insopprimibile mediante una previsione statutaria, sia inopponibile ai terzi in buona fede in ragione della sua valenza *inter partes*⁴⁶. Deve però ricordarsi che, in ragione della nuova formulazione della *Section 544* del *Companies Act 2006*, è comunque ammessa la possibilità che la circolazione degli *interest* venga regolamentata dallo statuto.

Una volta delineatosi il quadro generale in cui inserire il principio di libera circolazione si può coscientemente affermare che, al netto delle sue possibili limitazioni, questo costituisce uno dei tratti salienti della disciplina della *company* anglosassone. Si assiste così a una sostanziale convergenza degli elementi strutturali delle società, prescindendo dai confini degli ordinamenti nazionali.

⁴³ (Re) Smith and Fawcett Ltd. (1942) Ch. 304.

⁴⁴ (Re) Bell Brothers, (1865) L.T., 245.

⁴⁵ R. Goode, *Commercial Law*, cit., 35 ss.

⁴⁶ Safeguard Industrial Investments Ltd. v. National Westminster Bank Ltd., (1980) 3 All. E.R. 449 ss.

3. I meccanismi di circolazione delle azioni.

Per delineare compiutamente il contesto legale in cui operano le clausole di co-vendita si è inteso dedicare attenzione alle modalità (e alla relativa disciplina) del trasferimento e della circolazione del titolo azionario. In questo senso, l'ordinamento italiano risulta di particolare interesse poiché si occupa della materia in modo assai analitico. In breve, esso presenta una disciplina di carattere imperativo che inficia direttamente la validità del trasferimento (*rectius*, della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali).

Al riguardo il sistema normativo del Regno Unito non adotta il medesimo approccio di quello italiano; difatti la circolazione dei titoli azionari è regolata principalmente dalle regole di *common law* in tema di formazione ed esecuzione del vincolo contrattuale, senza che sia dato rinvenire una disciplina di carattere propriamente derogatorio rispetto alle regole generali. Alla luce di ciò, una compiuta analisi del complesso di norme anglosassoni presenta esula dal perimetro del presente lavoro⁴⁷. Tuttavia è interessante osservare che la scissione tra la circolazione della proprietà dell'azione da un lato, e della legittimazione all'esercizio dei diritti in essa incorporati dall'altro, è un elemento comune a entrambi gli ordinamenti di riferimento.

La disciplina del Codice Civile in tema di circolazione dei titoli azionari è stata solo parzialmente innovata dall'intervento del legislatore con il d. lgs. n. 6 del 2003 (*"Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative"*)⁴⁸.

Ciononostante, l'opera riformatrice ha comportato una completa riscrittura dell'art. 2355 c.c., rubricato *"Circolazione delle azioni"*⁴⁹.

⁴⁷ London Founders Association v. Clarke, *Court of Appeal* (1888) 20 Q.D.B., 576. Per un primo esame della tematica si rinvia a H.R. HAHLO - M.J. TREBILCOCK, *Hahlo's Casebook on Company Law*, cit., 201 ss.

⁴⁸ Come meglio si analizzerà nei successivi paragrafi, la riforma ha invece profondamente inciso sull'ampiezza dei limiti pattizi – statutari e non – che i soci possono introdurre.

⁴⁹ Giova qui riportare il disposto dell'art. 2355 c.c.:

In dottrina si è da sempre scisso il fenomeno circolatorio in due diverse fattispecie⁵⁰, la prima delle quali ha ad oggetto il trasferimento della proprietà della partecipazione, mentre la seconda concerne i profili di efficacia e di opponibilità dell'atto traslativo verso la società⁵¹.

È quindi opportuno sottolineare che l'articolo ora menzionato non ha ad oggetto le effettive modalità di trasferimento della partecipazione, bensì si occupa principalmente di stabilire in che termini il trasferimento sia efficace nei confronti della società⁵². In questi termini autorevole dottrina ha ritenuto che la norma sia diretta a disciplinare la “*circolazione della legittimazione*” piuttosto che la circolazione del titolo⁵³.

Pare quindi corretto asserire che l'operatività del trasferimento è scissa su due piani separati⁵⁴. Da un lato, il perfezionamento dell'atto traslativo del diritto di proprietà (e.g. un contratto di compravendita)

“*Nel caso di mancata emissione dei titoli azionari il trasferimento delle azioni ha effetto nei confronti della società dal momento dell'iscrizione nel libro dei soci.*

Le azioni al portatore si trasferiscono con la consegna del titolo.

Il trasferimento delle azioni nominative si opera mediante girata autenticata da un notaio o da altro soggetto secondo quanto previsto dalle leggi speciali. Il giratario che si dimostra possessore in base a una serie continua di girate ha diritto di ottenere l'annotazione del trasferimento nel libro dei soci, ed è comunque legittimato ad esercitare i diritti sociali; resta salvo l'obbligo della società, previsto dalle leggi speciali, di aggiornare il libro dei soci.

Il trasferimento delle azioni nominative con mezzo diverso dalla girata si opera a norma dell'articolo 2022.

Nei casi previsti ai commi sesto e settimo dell'articolo 2354, il trasferimento si opera mediante scritturazione sui conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari; in tal caso, se le azioni sono nominative, si applica il terzo comma e la scritturazione sul conto equivale alla girata.”

⁵⁰ Per una approfondita trattazione dell'alterità fra proprietà dell'azione e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali si veda F. GALGANO, *La società per azioni*, in F. GALGANO (a cura di) *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, VII, Padova, 1984, 134 ss.

⁵¹ Cfr. L. FURGIUELE, *Circolazione delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti (art. 2355 c.c.)* in N. ABRIANI, *Codice delle Società*, Torino, 2016, 726 ss.

⁵² L. FURGIUELE, *Circolazione delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti (art. 2355 c.c.)*, cit., 728.

⁵³ In questo senso G. FERRI, *La necessità del documento nell'esercizio del diritto cartolare*, in *BBTC*, 1964, I, 9 ss. e ID., *Titoli di credito*, Torino, 1958, *passim*.

⁵⁴ Relazione al d. lgs. 6/2003, § IV, n. 3.3, 10, consultabile sul sito internet www.tuttocamere.it.

si identifica nel momento della legittima manifestazione del consenso delle parti (art. 1376 c.c.)⁵⁵. Dall'altro, la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali (*i.e.* l'efficacia del trasferimento nei confronti della società) è effetto dell'iscrizione nel libro dei soci⁵⁶.

Anche la giurisprudenza della Suprema Corte⁵⁷ ha avuto occasione di affermare che l'annotazione sul titolo del nome dell'acquirente, unitamente alle ulteriori formalità previste dall'art. 2022, I co., c.c., attengono alla fase esecutiva del trasferimento, mentre non hanno rilievo né sotto il profilo del perfezionamento dell'acquisto né per quanto attiene all'efficacia reale dell'acquisto medesimo. Ancora una volta, quindi, l'acquirente sarà divenuto il titolare del diritto di proprietà, ma non avrà (ancora) la facoltà di esercitare i diritti connessi alla titolarità acquisita.

Dopo aver precisato l'ambito di applicazione della norma è necessario procedere a un'ulteriore distinzione - questa volta di carattere squisitamente applicativo - con riguardo alla facoltà concessa all'autonomia statutaria *ex art.* 2346, I co., c.c., di emettere o meno i titoli azionari, sempre salve comunque le eventuali diverse disposizioni di leggi speciali.

In proposito va precisato che le partecipazioni sociali non rappresentate da titoli azionari, allorché lo statuto non ne abbia

⁵⁵ Cfr. N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007, 272 ss.; ID. *Art. 2355*, in G. NICCOLINI - A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, I, Napoli, 2004, 332 ss.; P. DAL SOGLIO, *Art. 2355*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Padova, 2005, 309; S. GATTI, *Art. 2355* in F. D'ALESSANDRO (diretto da) *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II.1, Napoli, 2010, 305 ss.

⁵⁶ Relazione al d. lgs. 6/2003, §4, n. 3.4, 10 consultabile sul sito internet www.tuttocamere.it.

⁵⁷ *Ex multis* Cass. 24 giugno 2008, n. 17088 in *Giust. civ. mass.*, 2008, 1015 ss., e in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 1 ss. con nota di L. DELLI PRISCOLI; Cass. 5 settembre 1995 n. 9314 in *Giur. it.*, 1996, 948 ss. e in *Giur. comm.* 1997, 145 ss. con nota di R. SANTAGATA.

previsto l'emissione, saranno pur sempre soggette alla disciplina generale prevista dal codice civile in tema di cessione del contratto⁵⁸. Ora, avanzando nell'analisi delle modalità di circolazione, il 2° comma dell'articolo 2355 c.c. prevede, in termini decisamente stringati, che le azioni al portatore si trasferiscono attraverso la semplice *traditio* delle stesse nelle mani dell'acquirente, così implicitamente richiamando la disciplina generale dei titoli di credito al portatore contenuta negli artt. 2003 e ss. c.c.

A ben vedere, tuttavia, la portata effettiva della citata disposizione in tema di azioni al portatore è assai ridimensionata dalla legislazione speciale. Invero, l'art. 1 del Regio Decreto Legge 25 ottobre 1941 n. 1148⁵⁹ (*“Legge di circolazione dei titoli di credito”*) tuttora dispone che *“le azioni emesse dalle società aventi sede nel territorio dello Stato debbono essere intestate ad una determinata persona fisica o giuridica”*.

La legislazione fiscale poi, lungo lo stesso solco, ha ribadito il carattere di nominatività delle azioni mediante l'espresso divieto, contenuto nell'art. 74 del d.p.r. 600/73, di emettere azioni al portatore.

Ad ulteriore conferma dell'obbligatoria nominatività delle azioni, si pone in risalto la circostanza che le uniche due eccezioni di diritto positivo a tale principio rivestano un ruolo assolutamente marginali.

La prima eccezione, in forza della quale è ammessa l'esenzione dalla menzione del nome sul titolo, si rintraccia nel 4° comma dell'art. 145 t.u.f. in relazione alle partecipazioni emesse dalle Società di Investimento a Capitale Variabile (cd. Sicav).

La seconda deroga è poi di respiro ancora minore poiché fa riferimento alle azioni di risparmio emesse ai sensi dell'art. 145 t.u.f.;

⁵⁸ V. ALLOTTI, Art. 2355 – *Circolazione delle azioni*, in *Commentario al Codice Civile*, a cura di P. CENDON, Milano, 2010, 572; N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci* cit., 374; S. GATTI, Art. 2355 cit., 306.

⁵⁹ Convertito con modificazioni con Legge n. 96 del 9 febbraio 1942.

in questo caso infatti la soggezione al regime di dematerializzazione svuota di ogni significato pratico la previsione dell'art. 145.

Una volta affermato il principio di nominatività, e conseguenzialmente esclusa la circolazione e la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali mediante la semplice consegna, le opzioni che residuano per far circolare un titolo *necessariamente* nominativo sono il *transfert*, la girata e la circolazione mediante il regime di dematerializzazione.

Affinché il trasferimento del titolo azionario sia pienamente efficace è necessario che venga annotato il cambio di intestazione - ossia il nome dell'alienante e dell'acquirente - del titolo sia sul libro dei soci sia sul titolo medesimo.

La contestualità, o meno, della duplice modificazione vale a differenziare il trasferimento mediante *transfert* da quello mediante girata.

La prima procedura è caratterizzata dall'annotazione contestuale della doppia intestazione, a cura e sotto la responsabilità della società emittente⁶⁰. Ovviamente, qualora il *transfert* sia richiesto dall'alienante, questi dovrà esibire il titolo e dar prova della propria identità, nonché della capacità di disporre del medesimo mediante una certificazione del notaio o di altro soggetto a ciò autorizzato.

Viceversa, nel caso in cui il *transfert* sia richiesto dall'acquirente, quest'ultimo avrà anche l'onere di dimostrare l'effettivo acquisto del diritto, vale a dire il documento di acquisto redatto nelle forme di scrittura privata autenticata o di atto pubblico⁶¹.

Nonostante l'obbligo a carico della società di provvedere al *transfert* entro un mese dall'avvenuta richiesta⁶², il coinvolgimento e la

⁶⁰ Si veda G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, Torino, II, 2014, 228 – 229.

⁶¹ La necessità che l'acquirente dimostri, dinnanzi alla società emittente, la piena efficacia del suo acquisto è ulteriore indice della scissione tra l'acquisto della proprietà del titolo e la sua piena opponibilità alla società.

⁶² Art. 9 r.d. 239/1942. *Amplius* S. GATTI, *L'iscrizione nel libro dei soci*, Milano, 1969, 237 ss.

cooperazione della stessa per ogni singolo passaggio di proprietà rendono la procedura appena descritta assai dispendiosa sia in termini di costi che di tempo.

Per questa ragione nella prassi commerciale, sempre che non si applichi il regime di dematerializzazione, si è storicamente preferito il meccanismo della girata. Difatti, la duplice annotazione, seppur ancora necessaria, viene compiuta da soggetti diversi in momenti diversi⁶³.

La circolazione *inter plures partes* è compiuta attraverso la sola annotazione sul titolo cartaceo, autenticata da un notaio o altro soggetto autorizzato⁶⁴, del nome del giratario⁶⁵.

Il giratario, che risulti tale sulla base di una serie continua di girate, sarà quindi legittimato ad esercitare tutti i diritti sociali. Si noti che l'art. 4 della L. n. 1745/62 prevede la legittimazione per il solo diritto agli utili e per l'esercizio del diritto di voto; tuttavia questa la disposizione deve intendersi tacitamente abrogata in forza del nuovo disposto dell'art. 2355, III co. c.c. che autorizza il giratario all'esercizio di tutti i diritti sociali⁶⁶.

⁶³ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., 229.

⁶⁴ Il 3° comma dell'art. 12 r.d. 239/1942 individua tali soggetti nelle persone dell'agente di cambio (figura ormai scomparsa), ovvero del funzionario delle aziende di credito autorizzate, da queste a ciò delegati.

⁶⁵ La scarsa disciplina codicistica necessita in realtà di essere integrata con le disposizioni contenute nel r.d. 239/1942. A titolo esemplificativo la girata deve essere datata, piena, firmata dal girante, con l'indicazione delle generalità del girante e, se l'azione non è integralmente liberata, sottoscritta anche da quest'ultimo.

⁶⁶ La nuova formulazione dell'art. 2355 secondo attenta dottrina viene così a svilire la tradizionale funzione di legittimazione riconosciuta al libro soci. La *deminutio* funzionale è stata in origine sottolineata da D. VATTERMOLI, *Commento all'art. 2355* in M. SANDULLI – V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società. Commentario alla riforma del d. lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, I, Torino, 2003, 168 ss. Addirittura G. F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., ritiene che l'iscrizione nel libro sociale non abbia più “un'efficacia legittimante, ma solo informativa”. Per la rilevanza delle funzioni assolute dal libro soci è interessante notare come I. KUTUFÀ, *Osservazioni in tema di responsabilità e obblighi per la tenuta del libro dei soci*, in *Giur. Comm.*, VI, 2009, 1125, attribuisca al libro sociale il compito di fungere da “punto di intersezione” tra le vicende circolatorie di carattere negoziale *inter partes* e tra i profili organizzativi (*i.e.* societari) della partecipazione.

Infine, l'esigenza di semplificare ulteriormente la circolazione dei titoli nominativi, prescindendo dalla materiale circolazione del titolo cartaceo, ha portato alla nascita di apposite società (in Italia, la Monte Titoli S.p.A.⁶⁷) per la gestione accentrata delle movimentazioni azionarie.

Il sistema di gestione attuale permette così di rinunciare alla circolazione materiale del titolo, sostituendola con le scritturazioni contabili effettuate dalla società di gestione. Il sistema di gestione accentrata contempla comunque due regimi, il primo definito di "*non dematerializzazione*" ed il secondo di vera e propria "*dematerializzazione*".

Con riguardo al primo, è data facoltà al singolo azionista di depositare i propri titoli presso un intermediario autorizzato. Quest'ultimo, in forza di un contratto di deposito, provvederà a sub-depositare i titoli cartacei presso la società di gestione la quale infine provvederà ad eseguire le scritture contabili in coerenza con le movimentazioni del titolo. Ai sensi dell'art. 2355, V co. c.c. e dell'art. 83-*quinquies*, t.u.f., l'accredito contabile è del tutto equipollente al trasferimento secondo la disciplina dei titoli di credito.

Il regime di dematerializzazione, introdotto con il d. lgs. n. 213/1998 e regolato dalle disposizioni che vanno dall'art. 83-*bis* fino all'art. 83-*duodecies*, t.u.f., è fondato sul medesimo meccanismo di scritturazione contabile, ma in questo caso è assente il deposito del titolo poiché gli strumenti finanziari: *i) negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani e ii) diffusi tra il pubblico in maniera rilevante*, non possono più essere rappresentati da titoli. Si parla quindi di "*dematerializzazione totale*"⁶⁸, poiché è tassativamente esclusa la possibilità che tali strumenti finanziari siano

⁶⁷ Artt. 80 – 89 t.u.f. e regolamenti attuativi congiuntamente adottati da Consob e Banca d'Italia.

⁶⁸ G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., 234 ss.

incorporati su supporto fisico. Come nel sistema di gestione accentrata, affinché il trasferimento venga effettuato, è necessario rivolgersi ad un intermediario autorizzato, che ha l'onere di trasmettere le volontà di acquisto e/o di vendita dall'azionista alla società di gestione. L'efficacia del trasferimento è questa volta regolata dal solo art. 83 *quinquies* t.u.f., in forza del quale, oltre ad applicarsi la regola del possesso vale titolo ai sensi del comma 2, il soggetto a cui vantaggio è effettuata la scrittura contabile ha la piena legittimazione ad esercitare i diritti relativi al titolo che gli è stato accreditato.

4. Il fenomeno della co-vendita.

La realtà empirica riporta molteplici fattispecie in cui due o più soggetti si trovano ad essere a un tempo titolari di posizioni giuridiche soggettive tra loro connesse e altresì portatori di un interesse individuale nel coordinare l'alienazione o l'acquisto di tali posizioni⁶⁹.

L'interesse delle parti a determinarsi nel senso ora indicato, solitamente discende da due ordini di motivi. Innanzitutto è immaginabile il caso in cui il trasferimento congiunto permetta di ottenere un prezzo maggiore rispetto alla mera addizione dei prezzi di mercato dei beni singolarmente considerati e, così, risulti generato un plusvalore rispetto alla vendita disgiunta dei beni medesimi.

Non meno rilevante, è il secondo ordine di motivi che si riconnette a tutti quei casi nei quali sussista un qualche tipo di connessione, giuridica o fattuale, tra i contitolari, che sia idonea a spingerli nella direzione di escludere i terzi estranei da tale rapporto⁷⁰.

Sebbene la prassi economica, ancor prima del numero di fattispecie normate, dimostri che le ipotesi di acquisto congiunto rivestono minor spessore rispetto alle ipotesi di co-vendita, è comunque possibile proporre alcuni esempi tipici per entrambe le casistiche di co-acquisto e di co-vendita⁷¹.

La compravendita di un bene da parte di due o più soggetti può avvenire secondo modelli organizzativi ben delineati dal legislatore, di modo che vi sia una struttura temporalmente stabile e metodicamente orientata a tal fine.

⁶⁹ P. DIVIZIA, *Le clause di tag e drag along*, Milano, 2013, 27.

⁷⁰ Cfr. C. D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 373 ss.

⁷¹ La suddivisione di seguito proposta è unicamente funzionale ad esigenze di ordine esemplificativo. Difatti la qualificazione di un dato negozio come acquisto o vendita dipende in gran parte dal punto di vista dal quale lo si prende in considerazione.

In riferimento al diritto italiano si pensi, *in primis*, al consorzio tra imprenditori esercente attività esterna *ex artt.* 2602 e 2612 ss. c.c.⁷²; altra fattispecie, che giunge a toccare anche l'universo pubblicistico della disciplina degli appalti pubblici, è costituita dal contratto di associazione temporanea di imprese, con il quale gli imprenditori - mossi dalla volontà di coordinare gli scambi economici al fine di soddisfare le specifiche richieste provenienti dalla stazione appaltante - si raggruppano tra loro così da vantare una contitolarità del rapporto giuridico con la controparte esterna al fine di creare un vincolo di scopo tra gli imprenditori⁷³.

Il risultato di co-acquisto può anche essere raggiunto attraverso fattispecie legali che prevedono l'esercizio di una facoltà o la sottoposizione a un obbligo *una tantum* previsti dal legislatore.

È dato infatti rinvenire nell'art. 7 della L. 817/1971, un'ipotesi di diritto di co-acquisto, nella veste della cd. *prelazione agraria*⁷⁴, la quale riconosce agli affittuari la facoltà di acquistare *pro quota* il terreno in vendita⁷⁵.

Avvicinandosi al campo del diritto commerciale, una prima esemplificazione di un obbligo di co-acquisto discende dalla disciplina speciale prevista per le società quotate o diffuse in misura rilevante tra il pubblico.

Gli articoli 108 e 109 del t.u.f. prevedono che il soggetto, nonché chi agisca di concerto, dopo aver promosso con successo un'offerta pubblica di acquisto totalitaria in seguito alla quale si trovi a

⁷² Si veda G. PERONE, *L'interesse consortile*, Milano, 2008, 8 ss.

⁷³ Cfr. D. BONVICINI, voce *Associazione temporanea di imprese*, in *Enc. giur. Treccani*, III, Roma, 1988, 2 ss.

⁷⁴ Sull'argomento si veda per tutti B. CARPINO, *La prelazione nell'acquisto dei fondi rustici*, in *Manuale del diritto agrario*, N. IRTI (a cura di), Torino, 1978, 428 ss.

⁷⁵ Cfr. P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 28.

possedere il 95% o più dei titoli, sia obbligato ad acquistare le rimanenti azioni da chiunque ne faccia richiesta⁷⁶.

In questa particolare ipotesi è poi interessante notare come l'obbligo di acquisto del restante 5% del flottante sorga in virtù di un'ulteriore disposizione che impone imperativamente l'acquisto congiunto di titoli.

Difatti, ai sensi dell'articolo 106 t.u.f. è fatto obbligo di promuovere l'offerta di acquisto totalitaria a carico di chiunque venga a detenere partecipazioni superiori alla soglia del 30% del capitale sociale o dei diritti di voto⁷⁷. Offerta che sarà rivolta a tutti i possessori dei titoli negoziati riferibili alla società oggetto del superamento della soglia.

In analogia con la disciplina italiana, il *City Code on takeovers and mergers* anglosassone si occupa di regolare la medesima situazione di possesso azionario. Conformemente a quanto accade nell'ordinamento italiano, anche in questa ipotesi il soggetto che posseda una partecipazione eccedente il 30 % si deve rendere disponibile ad acquistare la restante parte di azioni in circolazione.

Sull'altro e speculare versante è possibile rinvenire le ipotesi di vendita congiunta.

In via di prima approssimazione vale proporre l'esempio dei comproprietari del medesimo bene in comunione. In questo caso gli alienanti comunisti non solo avranno la possibilità di realizzare l'intero valore economico del bene, ma contemporaneamente eviteranno di trovarsi a intrattenere rapporti con l'acquirente, probabilmente sconosciuto, se non addirittura sgradito, della quota circolata singolarmente.

La breve considerazione appena svolta, se da un lato è estensibile a ogni occasione in cui un singolo bene sia oggetto di più situazioni

⁷⁶ S. FORTUNATO, *La Consob e il mercato mobiliare* in AA.VV. *Diritto Commerciale*, II; 1995, 695 ss. e specialm. 732 ss.; P. GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.* 2001, 490 ss.

⁷⁷ Si noti che l'ipotesi in cui un soggetto di renda disponibile ad acquistare congiuntamente non è assai differente dal caso di un effettivo acquisto congiunto

giuridiche soggettive riconducibili a più soggetti, dall'altro sconta il limite di esser relegata proprio ed esclusivamente a quelle situazioni in cui vi sia un singolo bene sul quale gravino più diritti; non è più valida qualora si faccia riferimento a titolarità tra loro collegate ma ciascuna inferente su beni giuridicamente separati. Con riguardo a quest'ultima ipotesi di più beni separati benché tra loro collegati, autorevole dottrina ha enucleato il concetto di “*titolarità correlate*”⁷⁸. Tale connessione ricorre ogniqualvolta il valore dei beni sia accresciuto in relazione all'utilizzo congiunto – e, per quanto qui interessa, alla vendita congiunta - sebbene i rispettivi titolari non siano legati da un rapporto giuridico di rilievo.

La realtà fornisce svariate occasioni di esemplificazione.

Si immagini semplicemente un insieme di scritti del medesimo autore, o più opere di uno stesso pittore, e via discorrendo. Qualora si volesse procedere ad alienazione congiunta, risulta evidente che i beni avranno una quotazione maggiore poiché facenti parte di una collezione.

Ancora, si dia il caso di un'azienda alberghiera e dello stabile in cui l'impresa è esercitata. Albergatore e proprietario saranno presumibilmente interessati ad unire le proprie proposte di vendita in modo da proporre al mercato un'attività per così dire “completa” tanto nella sua parte materiale (l'immobile) quanto nella componente di servizi (arredi, *know-how*, *etc.*). Inoltre, nell'ipotesi appena formulata l'alienazione disgiunta avrebbe effetti sconvenienti sotto entrambe le angolazioni dello scambio.

Ad esempio nell'ordinamento italiano, da un lato, sull'assunto che il godimento dell'immobile avvenga in forza di un contratto di locazione, l'acquirente dell'immobile vedrebbe postposto il momento dell'effettiva presa di possesso dello stabile, ad opera del principio codificato *emptio non tollit locatum* (art. 1599 c.c.). In egual misura

⁷⁸ C. D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita”* (tag along e drag along), cit., 373.

chi fosse interessato ad acquisire l'azienda, nonostante il subentro nei contratti in corso *ex art. 2558 c.c.*, avrebbe la possibilità di esercitare la propria attività di ospitalità entro e non oltre i limiti del contratto di locazione firmato da chi gli ha trasferito l'azienda.

Dal lato opposto la situazione dei venditori è sicuramente peggiore in quanto, considerati gli svantaggi per gli acquirenti disgiunti, i primi non avranno possibilità di negoziare un prezzo pienamente soddisfacente⁷⁹.

Le esemplificazioni appena proposte permettono di esaminare più approfonditamente il concetto di “*titolarità correlata*”, soprattutto in relazione alla diversa consistenza che gli interessi possono assumere.

L'utilità di un bene può essere, per così dire, paritaria. È il caso in cui ciascun bene ha un proprio autonomo utilizzo e, conseguentemente, è dotato di una propria utilità che lo rende appetibile per un ipotetico acquirente. Ciononostante, qualora i titolari dei beni complementari si determinassero a coordinare le proprie alienazioni, il plusvalore che ne deriverebbe sarebbe paritariamente suddiviso tra gli stessi. In altre parole ciascun titolare è libero di vendere singolarmente il proprio bene, rinunciando sì al maggior valore, ma conseguendo ugualmente la monetizzazione di quanto di sua proprietà.

Purtroppo però la realtà è assai più complessa e non manca di fornire situazioni in cui l'utilità, e di conseguenza il valore, di più beni connessi è sbilanciato a favore dell'uno e a discapito dell'altro⁸⁰. Trattasi della circostanza in cui è individuabile un bene cd.

⁷⁹ Cfr. P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 30.

⁸⁰ Cfr. C. D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (tag along e drag along)*, cit., 376 ss., l'Autore fa anche riferimento al rapporto, legalmente tipizzato, che sussiste tra cosa principale e pertinenza. Sulla pertinenza, oltre agli artt. 817 – 818 c.c., si veda per tutti F. BOCCHINI - E. QUADRI, *Diritto Privato*, Torino, 2014, 98 ss. La maggior valutazione economico giuridica derivante dalla considerazione unitaria di più beni può essere proposta anche in relazione alle servitù prediali, istituto caratterizzato dalla “*maggior utilità*” che il fondo servente procura al fondo dominante. Al riguardo è esaustiva la trattazione di G. GROSSO - G. DEJANA, *Le servitù prediali*, in F. VASSALLI (a cura di) *Trattato di diritto civile*, V-1, 1951, Torino, specialm. 100 ss.

“principale” del quale è possibile l’impiego, indipendentemente dalla presenza di un bene cd. “secondario”.

Il primo può beneficiare ma non necessita del secondo per vedersi riconosciuto il proprio valore mentre quello, viceversa, seppur dotato di una propria autonoma utilità, ha ragion d’essere principalmente perché si accompagna al bene principale.

L’asimmetria delle utilità si traduce in una asimmetria degli interessi. Di qui, l’ulteriore situazione, se non di dominio, quantomeno di influenza del proprietario del bene primario nei confronti di chi possiede il bene accessorio.

Il titolare del bene principale, ove fosse determinato a vendere, avrebbe interesse ad offrire all’acquirente anche il bene secondario così da invogliare all’acquisto e nel contempo assicurarne il pieno godimento. Per soddisfare questo scopo sarà necessaria un’apposita pattuizione che operi nel senso di vincolare il proprietario del bene accessorio a venderlo congiuntamente al bene primario.

Viceversa, il titolare che versi in uno stato, per così dire, di “soggezione”⁸¹, difficilmente avrà la forza contrattuale per concludere un accordo in tal senso. Egli, conscio delle difficoltà di far circolare autonomamente il proprio bene, potrà piuttosto adoperarsi per stabilire un meccanismo in forza del quale alla vendita del bene principale si accompagni il trasferimento anche del bene secondario.

Le circostanze testé descritte posseggono uno spiccato significato se lette dall’angolo visuale proprio del diritto commerciale.

Premettendo che le azioni, poiché rappresentative di una egual frazione di un bene distinto (*i.e.* il capitale sociale), sono per eccellenza beni di secondo grado⁸² tipologicamente fungibili⁸³, e

⁸¹ Il termine è, per il momento, usato in senso volutamente atecnico.

⁸² T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, 219 ss.

⁸³ D. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, *cit.*, 173.

considerando che la pluralità di soggetti – fatte salve le ipotesi afferenti la S.p.A. e della *company* con socio unico – è uno dei tratti strutturali del fenomeno associativo⁸⁴, non è difficile immaginare come le pattuizioni aventi ad oggetto la co-vendita siano di uso assai frequente tra gli operatori economici⁸⁵.

Allo stesso modo anche il lucro soggettivo⁸⁶ – altro elemento caratterizzante del modello societario di esercizio dell’impresa – fungerà sempre da stimolo per i soci a prevedere, nell’impossibilità di proseguire l’attività d’impresa, delle forme predeterminate di smobilitazione delle rispettive partecipazioni.

Ulteriore ragione dell’ampio ricorso a questo genere di pattuizioni risiede nella natura di beni complementari intrinseca alle partecipazioni azionarie⁸⁷. La situazione di asimmetria d’interessi ricorre ogni qualvolta le partecipazioni sociali non siano egualmente distribuite tra la compagine sociale⁸⁸.

⁸⁴ Art. 2247 c.c.: “Con il contratto di società due o più persone conferiscono beni...allo scopo di dividerne gli utili”.

⁸⁵ I dati sono tratti dallo studio effettuato da M. CAVALLO - F. PORTOLANO, *Drag-along, tag-along corporate governance e altre pattuizioni tipiche delle operazioni di private equity dal 2008 al 2012. Standard di mercato e trend di sviluppo*, consultabile sul sito internet www.portolano.it.

⁸⁶ Cass. 12 aprile 2005, n. 7536, in *Foro it.*, 2006, 2889, annotata da C.G. CORVESE; Sull’essenzialità del momento lucrativo in dottrina per tutti si veda: G. F. CAMPOBASSO, in *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1992, 25; ma in senso parzialmente contrario v. R. FRANCESCHELLI, *Imprese e imprenditori*, Milano, 1972, 103 ss.; si ricorda inoltre G. OPPO, *Realtà giuridica globale dell’impresa nell’ordinamento italiano*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, 595 ss. (ora in ID., *Scritti giuridici. Diritto dell’impresa*, Padova, 1992, 61 ss.), che ha il pregio di mettere in risalto il rapporto che sussiste tra l’attività imprenditoriale collettiva e gli interessi che la animano. In particolare, l’economicità dell’impresa è da intendersi nel “senso dell’attitudine a produrre un risultato economico per chi agisce”.

⁸⁷ G. OPPO, *Realtà giuridica globale dell’impresa nell’ordinamento italiano*, cit., 596, l’Autore nella propone un’innovativa definizione secondo la quale “la società è per sé organizzazione della contitolarità di un’attività economica, imprenditoriale o meno: non altro”, così sottolineando a un tempo sia il momento di coordinazione delle risorse economiche sia la riconducibilità delle stesse ad una pluralità di soggetti (*i.e.* i soci).

⁸⁸ Un pacchetto azionario che assicuri il controllo o l’influenza dominante sul governo della società non solo è sicuramente più appetibile per il potenziale acquirente, ma da un lato possiede un valore economico maggiore rispetto al nominale che deriva dal cd. *premio di maggioranza*, dall’altro è idealmente in grado di eliminare la negoziabilità della partecipazione minoritaria. Difatti

È riscontrabile una pluralità di motivi soggettivi che spingono i soci a coordinare il momento di alienazione dei rispettivi titoli azionari, ed è possibile analizzarli brevemente in rapporto al socio che ne sia portatore.

Il socio di maggioranza, come già si evince da quanto accennato nel presente paragrafo, sebbene sia in possesso di un pacchetto certamente negoziabile, è potenzialmente portatore di un interesse a coordinare le vendite. Potrebbe poi darsi il caso che il socio di maggioranza sia il destinatario di un'offerta di acquisto per l'intera società. In una situazione così delineata egli potrebbe - in assenza di alcuna pattuizione circa la co-vendita - o intraprendere un'opera di negoziazione diretta a conseguire la collaborazione del socio di minoranza o, all'opposto, cercare di convincere il terzo interessato a rinunciare a parte dell'acquisto. Nel far ciò è presumibile che il terzo non solo chieda, ma altresì ottenga, una riduzione del prezzo di acquisto delle azioni. Si tratta, in tutta evidenza, di un risultato che è contrario rispetto a quello che verrebbe perseguito da qualsiasi soggetto razionale.

Dall'esempio appena svolto discende un ulteriore obiettivo che anima il socio maggioritario. Qualora infatti il terzo interessato non fosse disposto ad alcun cedimento rispetto alle proprie posizioni, dichiarandosi alternativamente disposto ad acquistare l'intera società o pronto a rinunciare *in toto* all'operazione, e al contempo anche il socio di minoranza fosse irremovibile nella sua volontà di non vendere, allora soltanto un preesistente accordo di co-vendita riuscirebbe a sterilizzare il comportamento ostruzionistico del socio di minoranza⁸⁹. Egli infatti verrebbe, per effetto del patto, ad essere

quest'ultima si rivela essere, esclusi specifici o particolari diritti della minoranza (e.g. la denuncia al collegio sindacale *ex art.* 2408, o la denuncia al tribunale *ex art.* 2049), del tutto ininfluyente ai fini dell'indirizzo delle scelte sociali.

⁸⁹ L. BOTTI, *Clausola di "covendita forzata" e "drag along"*, in *Giur. comm.*, V, 2016, 909, sebbene l'Autore faccia riferimento alle S.r.l., le considerazioni svolte sono pienamente condivisibili anche in relazione alle S.p.A.

gravato dall'obbligo di trasferire al terzo la propria partecipazione di minoranza, venendo così "trascinato" nella vendita.

Se osservati invece dalla prospettiva del socio di minoranza, gli obblighi e i diritti di co-vendita assolvono un compito centrale nell'ottica di chi non è in grado di influenzare l'andamento delle scelte sociali.

Qualora infatti il pacchetto maggioritario dovesse essere trasferito ad un soggetto sgradito alla compagine di minoranza, essa verrebbe soccorsa da un'eventuale pattuizione di co-vendita. Nell'impossibilità di alienare le proprie partecipazioni per mancanza di un acquirente (ricordiamo lo scarso valore di quelle azioni il cui voto non è mai determinante) il collegamento della partecipazione minoritaria alla vendita del socio di maggioranza permette di smobilizzare prontamente le azioni, "accodandosi" alla vendita principale.

A ben vedere i motivi di ordine soggettivo che spingono a co-vendere altro non sono che due sfumature di un quadro più grande. Esse, in altri termini, si inseriscono nell'insieme delle tecniche volte a predisporre *ex ante* una strategia di *exit* efficace, efficiente e remunerativa, che consenta la massimizzazione del profitto al momento della dismissione delle partecipazioni⁹⁰.

Infine, le pattuizioni che qui consideriamo, oltre a permettere di conoscere le modalità di dismissione delle proprie partecipazioni, consentono, grazie ad alcune particolari tecniche redazionali – e che verranno più oltre esaminate - di suddividere il premio di maggioranza in misura proporzionale alla partecipazione posseduta da ciascun socio⁹¹.

⁹⁰ Cfr. L. CAPPUCCI, *Clausole di covendita: Tag along, piggy back, drag along, bring along*, consultabile sul sito internet www.newsmercati.it.

⁹¹ L. FABBRINI, *Validità delle clausole di drag-along*, in *Giur. comm.*, 2009, V, 1034.

5. Cenni introduttivi alle clausole di *drag, bring e tag along*.

Una volta che si è data contezza delle peculiarità di cui è vestito il fenomeno della co-vendita nel diritto societario è possibile introdurre la trattazione delle clausole di co-vendita. Queste pattuizioni, di derivazione anglosassone, hanno ormai una diffusione globale, poiché le esigenze economiche del mondo imprenditoriale possono in realtà dirsi uniformi nonostante le distanze geografiche.

L'avvento delle clausole di trascinamento e di accodamento (*drag, tag e bring along*) nell'ordinamento italiano avviene durante l'ultimo decennio del secolo scorso⁹².

Le clausole di co-vendita, con disparate formulazioni ma analoghi effetti, trovavano la loro collocazione all'interno dei patti parasociali, ed erano quindi dotate di un'efficacia meramente obbligatoria ed interna ai rapporti tra i soci.

Successivamente alla riforma del diritto societario intervenuta nel 2003 si è potuto assistere, con sempre maggiore frequenza, all'inserimento di dette clausole negli statuti o negli atti costitutivi, così confermando quella tendenza di "*migrazione dal parasociale al sociale*" evidenziata in altra sede dalla dottrina⁹³. La ragione principale del mutamento di sede è precipuamente dovuta alla previsione legislativa del limite massimo quinquennale per taluni patti parasociali, in ispecie quelli che "*pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano*"(art. 2341-bis, c.c.).

Dall'inserimento delle clausole nel contratto sociale è derivato il riconoscimento dell'efficacia reale delle stesse; sono sorti quindi

⁹² P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 1, riporta che nel periodo 1997-2004 circa il 7% delle S.p.A. quotate si erano dotate di patti parasociali contenenti obblighi e diritti di co-vendita.

⁹³ M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber Amicorum G.F. Campobasso*, I, Torino, 2007, 611.

nuovi profili circa la validità, le modalità di introduzione e i requisiti affinché le clausole “aliene” siano compatibili con i principi dell’ordinamento italiano⁹⁴.

Con il trascorrere del tempo la diffusione dei meccanismi di co-vendita è andata sempre crescendo fino al punto in cui è ormai tipico ritrovare, tanto negli *Share Purchase Agreement*, quanto negli statuti e nei patti parasociali, previsioni in tal senso⁹⁵.

L’analisi statistica mostra come le clausole di accodamento e di trascinamento siano ormai presenti in circa il 90%⁹⁶ degli statuti delle società costituite a fini speculativi, quali *joint venture*, *start-up* e *venture capital operation*⁹⁷, o comunque tutti quei fenomeni associativi caratterizzati da una ristretta base azionaria e dalla compresenza di soci finanziatori e soci imprenditori⁹⁸.

Infine, la diffusione di dette previsioni è indubbiamente riconducibile alle esigenze omogenee che guidano in generale i soggetti che si determinano a coordinare tra loro la circolazione delle proprie partecipazioni.

Le clausole di co-vendita possono essere analizzate proponendo una tripartizione delle stesse, atteso che il maggior elemento di

⁹⁴ L’espressione è stata in origine coniata da G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2010, 3, in riferimento alla vasta gamma di strumenti negoziali che sono redatti mutuando istituti e muovendo da un *background* angloamericano, ma ai quali, in definitiva, si applica il diritto italiano.

⁹⁵ Si veda per tutti G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato*, Torino, 2013.

⁹⁶ Cfr. M. PANFILO, *Il venture capital in Italia, numeri e prospettive*, in *Innovazione*, Navacchio, XVII, 2012, 16-17; e, più in generale, lo studio effettuato da M. CAVALLO E F. PORTOLANO, *Drag-along, tag-along corporate governance e altre pattuizioni tipiche delle operazioni di private equity dal 2008 al 2012. Standard di mercato e trend di sviluppo*, consultabile sul sito internet www.portolano.it.

⁹⁷ N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (Tag e Drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 65.

⁹⁸ Per una definizione di *venture capital operation* si veda l’ipotesi ricostruttiva proposta da P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Riv. not.*, 2009, 163. L’Autore assimila tali operazioni alle forme di finanziamento d’impresa effettuate mediante l’acquisto di partecipazioni sociali minoritarie da parte di un fondo d’investimento chiuso accompagnata dalla volontà di una successiva alienazione a fini speculativi.

differenziazione è costituito dall'alternatività dei soggetti (socio maggioritario e socio minoritario) che hanno facoltà di attivare il meccanismo di coordinamento e quelli che, all'opposto, ne risultano obbligati⁹⁹:

- a) *Drag-along* o diritto di trascinamento;
- b) *Bring-along* o trascinamento automatico;
- c) *Tag-along*, diritto di seguito o clausola di accordamento.

La clausola di *drag along* attribuisce al soggetto che ne beneficia il diritto potestativo di negoziare e di vendere la propria partecipazione azionaria alle stesse condizioni di quelle contrattate dal resto della compagine sociale¹⁰⁰.

In altre parole il socio di maggioranza ha la facoltà di obbligare anche i soci di minoranza a cedere le loro partecipazioni ad un terzo interessato all'acquisto, a patto che tale "forzatura" avvenga alle medesime condizioni normative e ad un prezzo unitario previamente contrattato.

Al pari delle clausole di accordamento, anche le clausole di trascinamento trovano il loro campo di applicazione privilegiato, sebbene non esclusivo, nelle operazioni finanziarie (*rectius* nei contratti di acquisizione, di finanziamento nonché negli statuti delle cd. *Newco*¹⁰¹) compiute da partner industriali ovvero da investitori istituzionali, ad esempio, *merchant banks*, fondi di *private equity*, o società di investimento¹⁰².

⁹⁹ La classificazione, seppur non rilevata spesso dottrina, produce effetti in sede di applicazione pratica e classificazione della fattispecie. In questo senso v. P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 28; e M. DELL'ANTONIA, *Le clausole di covendita*, in D. RUFINI (a cura di), *Quaderni Dir. Impr.*, I, Asla, 2016, 5.

¹⁰⁰ Consiglio Notarile di Roma, massima n. 7; *Clausole di co-vendita e di trascinamento: tipologia e limiti di validità*, 2013.

¹⁰¹ Con tale dizione si intende una cd. "società veicolo", ovvero una società costituita al solo fine di "trasportare" un pacchetto azionario tra i patrimoni di due soggetti distinti.

¹⁰² R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008, 179; E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Milano, 2007, 277 ss.

Il principale obiettivo di questi operatori economici si realizza - in un momento temporalmente successivo a quello in cui è avvenuto il finanziamento – mediante la ricollocazione della società sul mercato a fini speculativi.

A tale scopo è di immediata evidenza il vantaggio di poter azionare la clausola di *drag along*: l'investitore avrà la possibilità di negoziare e cedere la totalità del pacchetto azionario ad un terzo interessato - presumibilmente un operatore industriale attivo nel medesimo *business* della società cedenda – così da garantire all'acquirente il pieno controllo e la libera gestione della società compravenduta.

Attraverso l'espunzione della minoranza tanto dalla fase di contrattazione, quanto dalla composizione sociale risultante, viene fornita la garanzia al terzo acquirente che la società acquisita sia priva di eventuali minoranze, se non necessariamente ostili al nuovo socio, quantomeno in grado di determinare autonomamente alcune scelte sociali¹⁰³.

Accennando poi ai rapporti intercorrenti tra i soci, appare chiaro che la posizione di primazia riconosciuta al socio beneficiario nella forma del diritto potestativo ad attivare la vendita congiunta si riflette in una situazione di soggezione del socio “trascinato”¹⁰⁴.

Quest'ultimo, qualora si trovi nella situazione descritta dalla clausola di *drag along*, non avrebbe altro strumento di reazione che l'esercizio del diritto di prelazione sulle partecipazioni del socio alienante, sempreché l'opzione prelatizia sia stata pattuita in sede sociale o parasociale.

¹⁰³ Si pensi, ad esempio, alle minoranze “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.), *etc.*

¹⁰⁴ Trib. Milano, Decr. 24 marzo 2011, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, I, 59. G. SBISÀ, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinamento (drag along)*, in *Contratto e impresa*, 2015, III, 635.

La dottrina sovente considera la clausola di *bring along* come una mera variazione terminologica della pattuizione di *drag along*, utilizzando le diverse denominazioni al pari di sinonimi. In realtà, nonostante la medesima finalità economica delle due figure negoziali, è più corretto ritenere la prima come una declinazione della seconda in virtù anche delle diverse tecniche redazionali¹⁰⁵.

La struttura del trascinamento automatico è simile a quella del trascinamento “puro”: in entrambi i casi la vendita del pacchetto di minoranza è forzata in virtù dell’alienazione della partecipazione di maggioranza; fin qui non è dato apprezzare differenze rispetto alla clausola di *drag along*.

Le peculiarità delle due varianti si apprezzano pienamente in rapporto al soggetto a cui è dato attivare il meccanismo di co-vendita; l’acquisto del pacchetto di minoranza, in ottemperanza al disposto della clausola, sarà infatti concesso alla discrezionalità non del socio di maggioranza, bensì del terzo acquirente. La titolarità del diritto potestativo, determinato *per relationem*, è quindi affidata ad un terzo estraneo alla compagine sociale, per così dire un “socio *in fieri*”¹⁰⁶.

Il socio di maggioranza risulta essere gravato dell’*obbligo* di causare la cessione del pacchetto del socio trascinato, rivestendo la qualifica di intermediario - unicamente per quanto concerne la quota minoritaria delle azioni - nella negoziazione con il terzo¹⁰⁷.

In una posizione antitetica è dato collocare il patto di accodamento o clausola di co-vendita in senso stretto, il quale attribuisce ai soci - generalmente, ma non necessariamente¹⁰⁸ - di minoranza la

¹⁰⁵ Un approfondito esame di tali modalità è compiuto da P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, cit., 157 ss.

¹⁰⁶ Cfr. P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 142.

¹⁰⁷ Nonostante il diverso modo di atteggiarsi della clausola di *bring along*, in virtù delle spiccate assonanza tra questa e il *drag along* la trattazione sarà unitaria, evidenziando per ciascuna ipotesi le eventuali differenze.

¹⁰⁸ C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita ed equa valorizzazione dell’azione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*2009, 532-533.

possibilità di “agganciarsi” alla cessione effettuata dal socio di maggioranza, profittando delle “*medesime condizioni*” ottenute da quest’ultimo¹⁰⁹.

Il socio che beneficia della clausola di *tag along* è quindi titolare di un diritto ad alienare congiuntamente al socio di riferimento, a patto che quest’ultimo abbia ricevuto e intenda accettare l’offerta pervenutagli dal terzo potenziale acquirente. Tale diritto di seguito è accompagnato dal correlativo obbligo, gravante sul socio di maggioranza, di procurare agli altri soci un’offerta vincolante ed irrevocabile per le azioni da loro possedute; nell’ipotesi in cui il terzo non intenda però acquistare le restanti partecipazioni, il socio di maggioranza dovrà rinunciare proporzionalmente a parte di quanto era disposto a vendere di modo che, il pacchetto azionario effettivamente compravenduto sia comprensivo anche delle azioni del socio di minoranza.

È necessario sottolineare che - a differenza delle clausole di *drag along* e *bring along* - i soci hanno la facoltà, e mai l’obbligo, di “accodarsi” alla cessione del socio di maggioranza, rimanendo così liberi di mantenere la proprietà della propria partecipazione. A tal riguardo è efficace richiamare quanto stabilito dal Consiglio Notarile di Roma che, con riferimento alla clausola di *tag along*, individua l’interesse del socio di minoranza nell’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*”¹¹⁰.

Sebbene la prassi fornisca numerosi esempi in cui il diritto di *tag along* è riconosciuto solo a quei soci che posseggono la frazione minoritaria del capitale sociale nulla vieta, né in punto di fatto né in punto di diritto, che il *tag along* venga pattuito a beneficio del socio maggioritario.

¹⁰⁹ M. DELL’ANTONIA, *Le clausole di covendita*, in D. RUFINI (a cura di), *Quaderni Dir. Impr.*, cit., 2016, 7 ss.

¹¹⁰ Consiglio Notarile di Roma, massima n. 7, *Clausole di co-vendita e di trascinamento: tipologia e limiti di validità*, 2013.

La clausola è caratterizzata dall'obiettivo di assicurare al socio beneficiario la possibilità di dismettere la propria partecipazione in caso di ingresso di un socio a lui sgradito.

Ulteriore effetto è la garanzia che la partecipazione azionaria abbia la possibilità di venire rapidamente monetizzata nell'ipotesi di un cambio di controllo della società; l'esigenza è ancor più stringente in considerazione del fatto che tale partecipazione, non assicurando un'influenza nei processi gestori di una società, sarebbe di difficile collocazione sul mercato.

Infine, il diritto di *tag along* permette al soggetto che intende valersene di trarre giovamento dal premio di maggioranza, atteso che l'accodamento a parità di condizioni economiche fa sì che il maggior valore scaturente dal controllo societario, venga ripartito *pro quota* tra tutta la compagine sociale.¹¹¹

¹¹¹ M. DELL'ANTONIA, *Le clausole di covendita*, in D. RUFINI (a cura di), *Quaderni Dir. Impr.*, cit., 2016, 9 ss.

6. Le clausole limitative della circolazione delle azioni.

Rapporti con le clausole di co-vendita.

Come si è già avuto modo di esaminare con riferimento al diritto anglosassone, il ricorso alle clausole di co-vendita in genere pone particolari problemi di compatibilità con le clausole limitative della circolazione, per così dire, più comuni e ricorrenti. In particolar modo, il tema riveste particolare interesse se riferito alle clausole di prelazione e di gradimento, entrambe tipizzate dal legislatore italiano. Per converso la medesima esigenza di coordinamento si rivela essere di minor incisività se rapportata all'ordinamento del Regno Unito. Atteso che, da un lato, la giurisprudenza non ha ancora avuto occasione di pronunciarsi al riguardo né, dall'altro, è dato individuare elementi di criticità astratti in ragione dell'assenza di una disciplina di carattere legislativo in merito.

La necessità dei soci e della società di limitare il fenomeno circolatorio impone la regolazione delle tecniche di ingresso e/o di uscita dalla compagine sociale. A ben vedere le due situazioni posso esser considerate come fattispecie tra loro speculari; tramite l'apposizione di vincoli al trasferimento si persegue la possibilità di sindacare sulle modificazioni soggettive della compagine sociale. Volendo proporre un primo esempio, appare palese che l'istituto del gradimento societario sia riconnesso alla volontà dei soci di possedere uno strumento per scrutinare, e se necessario inibire, l'ingresso dell'aspirante socio in società.

Di qui si scorge il tratto comune con il fenomeno della co-vendita, anch'essa è tesa in ultima analisi a disciplinare, in questo caso *ex ante*, le strategie di *exit*.

La riforma del diritto societario del 2003 ha profondamente inciso la materia recante la disciplina dei limiti alla circolazione delle partecipazioni azionarie¹¹².

Prima del 1° gennaio del 2004, data di entrata in vigore della riforma, il Codice Civile si occupava con estrema sinteticità della materia; disponeva infatti il 3° comma dell'art. 2355 c.c. che *“l'atto costitutivo può sottoporre a particolari condizioni l'alienazione delle azioni nominative”*.

In considerazione dell'estrema brevità della formulazione, nonché della mancanza di sicuri indici interpretativi in relazione alla consistenza delle *“particolari condizioni”* era prassi statutaria l'utilizzo di modelli assai eterogenei di clausole limitative, che culminarono con l'introduzione di clausole di gradimento meramente discrezionali.

Sotto la vigenza del Codice *ante* riforma, l'unico limite inderogabile era costituito dall'inammissibilità statutaria del divieto assoluto di alienazione. Tale conclusione era - e tutt'ora è - corollario del principio generale secondo cui il nostro ordinamento non si concilia con qualsivoglia vincolo di durata indefinita e indefinibile; nello specifico le argomentazioni sono fondate su di una lettura estensiva dei *“convenienti limiti di tempo”* (art. 1379 c.c.) entro cui ogni *pactum de non alienando* deve essere contenuto¹¹³.

¹¹² Per una trattazione delle altre materie che sono state oggetto dell'innovazione del legislatore si consideri C. DI NANNI, *Studi sulla riforma delle società di capitali*, Napoli, 2003.

¹¹³ La lettura estensiva dei confini applicativi dell'art. 1379 è stata elaborata da T. ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Milano, 1960, 93 ss. Si riscontra un'ampia letteratura scientifica sul divieto di alienazione, si vedano tra i tanti, F. BOCCHINI, *Limitazioni convenzionali del potere di disposizione*, Napoli, 1977, 22 ss.; F. D'ARCANGELO, *Il divieto contrattuale di alienare in Obbl. e contr.*, 2007, 246 ss.; A. FUSARO, *Il divieto contrattuale di alienazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1988, 78 ss.

La ricostruzione era condivisa anche dalla giurisprudenza, in particolare Cass. 11 aprile 1990 n. 308, in *Giur. comm.*, 1992, 485 ss. in cui la Suprema Corte ritiene che *“la previsione dell'art. 1379 è espressione di un principio di portata generale che deve trovare applicazione anche in relazione a pattuizioni che, pur non rispondendo interamente al modello del divieto di alienazione, tuttavia comportino*

Si segnala poi l'orientamento della Suprema Corte la quale, con un brusco *revirement* rispetto alle direttrici che si andavano segnando, sancì l'illegittimità delle clausole che non parametrassero l'esercizio discrezionale del gradimento a valutazioni di carattere almeno in parte oggettive¹¹⁴.

Per quanto qui interessa, l'intervento riformistico ha invece comportato una totale riscrittura dell'art. 2355 c.c., il cui 3° comma è stato in sostanza sostituito dall'articolo 2355-*bis* c.c., rubricato "*Limiti alla circolazione delle azioni*". Mediante tale introduzione il legislatore ha dato riscontro normativo sia all'esigenza di ampliare l'autonomia statutaria, sia a quella, per certi versi confliggente, di assicurare l'adeguata tutela del socio interessato ad alienare.

Da un lato, è stata espressamente riconosciuta la possibilità che lo statuto, seppur per un periodo di tempo limitato, neghi in assoluto la circolazione dei titoli azionari. Inoltre, è stata (re)introdotta la previsione di legittimità delle clausole di mero gradimento.

Dall'altro però, in aggiunta alla limitazione quinquennale del divieto assoluto di alienazione, si è previsto che le clausole di gradimento siano inefficaci nell'ipotesi in cui non contengano un obbligo di acquisto da parte della società o dei soci, ovvero la possibilità di esercitare il recesso. In questo modo, anche grazie al potenziamento delle fattispecie in cui è riconosciuto al socio la possibilità di esercitare il diritto di recesso, la riforma è riuscita ad assicurare la composizione degli interessi in gioco.

limitazioni altrettanto incisive del diritto di proprietà ed abbiano quindi il medesimo risultato dal punto di vista generale".

¹¹⁴ Cass. 15 maggio 1978 n. 2365, in *Giur. comm.*, 1978, 639 ss. annotata da G. CASTELLANO, *Fine della clausola di gradimento?*; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1978, 316 ss.; nonché in *Foro it.*, 1979, 2721, annotata da G. FERRI, *Il nuovo corso della giurisprudenza di Cassazione in tema di clausole di gradimento*. L'orientamento della giurisprudenza fu poi sostanzialmente condiviso dal legislatore con l'art. 22 della legge 281/1995 che prevedeva l'inefficacia delle "*clausole degli atti costitutivi di società per azioni, le quali subordinano gli effetti del trasferimento delle azioni al mero gradimento di organi sociali*".

6.1 Il patto di prelazione societaria.

Per diritto di prelazione s'intende quel diritto soggettivo spettante al prelazionario di vedersi preferito, a parità di condizioni, nella conclusione di un rapporto contrattuale rispetto ai terzi¹¹⁵. Tale istituto è caratterizzato dalla perdurante libertà del soggetto obbligato nel determinarsi a contrarre, nonché a e a determinare il contenuto del negozio.

Da un profilo operativo si rileva che il concedente è gravato dal solo obbligo di compiere la *denuntiatio* e, qualora il prelazionario decida di esercitare il proprio diritto, a preferirlo nella stipula del contratto traslativo a parità di condizioni¹¹⁶.

Pur non avendo un espresso riconoscimento normativo l'istituto della prelazione, così come brevemente delineato, è di frequente utilizzo nella prassi societaria, tanto da potersi considerare istituto parzialmente autonomo¹¹⁷.

La prima differenza si rinviene dall'esame degli interessi sottesi alla contrattazione del patto di prelazione. Se generalmente la prelazione è orientata a tutelare le aspettative del solo prelazionario a vedersi scelto *coeteris paribus*, nella sua veste societaria è dato riscontrare un interesse ultroneo: non più esclusivamente quello dei soci *uti singuli* a mantenere inalterata la struttura proprietaria della società, bensì

¹¹⁵ Il patto di prelazione ha formato da lungo tempo oggetto di studio da parte della dottrina, la quale ha proposto un'ampia varietà di ricostruzioni, tra cui principalmente si ricordano quelle di patto di opzione, *pactum de non contrahendo*, contratto preliminare. L'attento esame delle qualificazioni dottrinali è compiuto da F. SANTORO PASSARELLI, *Struttura e funzioni della prelazione convenzionale*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1981, 697.

In generale, la differenza funzionale esistente tra il patto di prelazione e il contratto preliminare, in quanto l'ultimo mira alla produzione di un effetto positivo consistente nella futura conclusione di un contratto dagli elementi essenziali ormai già predeterminati con il preliminare stesso; mentre il primo ha, tra gli altri, l'obiettivo di scoraggiare la conclusione di un contratto del tutto indefinito, sia nell'*an* che nell'effettivo contenuto.

¹¹⁶ V. MOSCARINI, voce *Prelazione*, in *Enc. giur. Treccani*, XXXIV, cit., 981.

¹¹⁷ Sul punto cfr. L. STANGHELLINI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, 47.

anche quello della società a non vedere mutata la composizione della compagine sociale¹¹⁸.

Un ulteriore elemento di differenziazione dal modello generale consta nella possibilità di determinazione del prezzo da parte di un soggetto estraneo al trinomio esistente tra socio promittente, prelazionario e terzo acquirente. È questo il caso della prelazione cd. impropria nella quale il prezzo di acquisto non sarà quello indicato dall'alienante nella *denuntiatio*, bensì sarà spesso individuato da un terzo arbitratore dotato di elevata professionalità di modo che sia comunque stabilito un prezzo congruo¹¹⁹.

La struttura del patto prelazionario è da ritenersi assimilabile a quella del tipico rapporto obbligatorio, essendo questo profilo sicuramente più consistente rispetto alla posizione di soggezione del concedente¹²⁰. Difatti, come già osservato, non sussiste alcun obbligo a stipulare il negozio di vendita, si assiste in realtà a una mera sostituzione della persona dell'acquirente da parte dei soci prelazionari¹²¹.

Per quanto concerne i profili relativi al mancato rispetto del patto inserito nello statuto¹²² e quindi ai profili di sua efficacia - reale oppure obbligatoria - l'orientamento prevalente a cui è giunta la

¹¹⁸ D. CORAPI, *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, 1971, 166, osserva attentamente che mediante l'esercizio della prelazione societaria i soci perseguono l'obiettivo di far permanere all'interno del patrimonio sociale la ricchezza che loro stessi hanno nel tempo generato.

¹¹⁹ L. DE ANGELIS, *Clausole di prelazione al "giusto prezzo"*, in F. BONELLI e P. G. JAEGER (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993, 299-306.

¹²⁰ Per tutti si veda L. PONTI e P. PANNELLA, *La "preferenza" nel diritto ereditario e successorio*, Milano, 2003, 11 ss.

¹²¹ Questa lettura risulta confermata anche dalla ricostruzione della *denuntiatio* nella forma di una proposta contrattuale di vendita effettuata a favore dei prelazionari. Il punto è ormai pacifico in dottrina, ma per una panoramica delle plurime ricostruzioni si consideri S. EREDE, *Clausole di prelazione sociale e parasociale: tipi e effetti*, in F. BONELLI e P. G. JAEGER (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, cit., 247 ss.

¹²² Ovviamente, qualora il patto di prelazione scaturisse da un patto parasociale non vi sarebbe dubbio alcuno sulla tesi dell'efficacia obbligatoria. In considerazione della natura contrattuale dei patti parasociali questi sono idonei a produrre effetti esclusivamente *inter partes*, e il loro inadempimento legittima il danneggiato esclusivamente a richiedere il risarcimento del danno secondo le regole generali delle obbligazioni (art.1218).

dottrina si attesta sull'inefficacia assoluta dell'atto di alienazione¹²³. Ne consegue che il trasferimento sarà inopponibile sia alla società, che avrà pieno diritto di rifiutare l'iscrizione del nome dell'acquirente nei suoi registri, sia nei confronti degli altri soci.

Infine, può essere correttamente affermato che il patto di prelazione consente di assicurare, in modo non dissimile da quanto accade con le clausole di *drag* e *tag along*, la stabilità degli assetti proprietari in seno alla società mediante la disciplina delle modalità di ingresso e di uscita dalla compagine sociale.

Un ulteriore elemento di assonanza che avvicina le clausole di co-vendita e quelle di prelazione è costituito dal fatto che in entrambi i casi, nonostante il vincolo circolatorio, viene garantita al socio la possibilità di ottenere il valore economico del proprio investimento.

In entrambe le fattispecie tale monetizzazione avviene attribuendo alla partecipazione un prezzo *per relationem*; nella prelazione equivale a quanto pattuito con l'acquirente o determinato dall'arbitro, nella co-vendita il valore è pari a quanto il terzo è disposto ad offrire per l'acquisto.

È utile fornire un'esemplificazione prodromica alla più chiara esposizione delle divergenze e dei profili di coordinamento tra le due categorie di clausole.

Si immagini la compresenza del diritto di prelazione e delle clausole di co-vendita nello statuto della società Alfa S.p.A., il cui capitale è posseduto da Tizio (socio di maggioranza e proprietario del 60% del capitale sociale) e per la restante parte da Caio e Sempronio (soci di minoranza, ciascuno proprietario del 20% del capitale sociale).

¹²³ Si ricorda poi autorevole ma risalente dottrina T. ASCARELLI, *Sui limiti alla circolazione della partecipazione azionaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1953, 281 ss. secondo il quale l'atto di trasferimento sarebbe valido ed efficace *inter partes*, ma dispiegherebbe semplici effetti obbligatori, rimanendo inopponibile alla società. Secondo questa ricostruzione l'alienante conserverebbe la formale titolarità della qualità di socio, ma sarebbe tenuto a esercitare i diritti sociali in ottemperanza alle indicazioni ricevute dall'acquirente.

La principale differenza si riscontra di regola in relazione alla sola clausola di *drag along*. Contrariamente a quanto accade nel patto prelatizio, quest'ultima crea un vincolo di soggezione in capo a Caio e Sempronio, i quali, al ricorrere dei presupposti indicati nella clausola, sono obbligati a vendere congiuntamente a Tizio al socio trascinatore¹²⁴. La differenza è ancora più accentuata con riguardo all'ipotesi di *bring along* poiché in quest'ipotesi Tizio non avrà più la facoltà di trascinare, bensì sarà gravato dall'obbligo di trascinare, con una conseguente forte limitazione della sua libertà a contrarre.

La situazione vincolistica appena descritta è invece assente nel patto di prelazione. Tizio è libero di decidere sia quando contrarre sia con quale soggetto contrarre, parimenti Caio e Sempronio avranno piena libertà di decidere se sostituirsi o meno al terzo acquirente, subentrando nella vendita.

Venendo poi alle modalità di coordinamento delle diverse clausole è opportuno procedere con un distinguo a seconda che la prelazione si relazioni con il *tag along* o, viceversa, con il *drag along*.

Tale suddivisione discende dalla considerazione che sia il patto di accordamento che quello di prelazione attribuiscono al socio una posizione di diritto soggettivo: il primo a beneficio del solo socio di minoranza (nel nostro esempio Caio e Sempronio), il secondo a favore dell'intera compagine sociale; mentre il *drag along* non attribuisce alcun diritto al socio di minoranza, anzi egli si trova in posizione di soggezione, esposto alla decisione del socio maggioritario.

¹²⁴ Cfr. G. SBISÀ, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinamento (drag along)*, cit., 638 s. Si noti come l'Autore è orientato a riconoscere alle azioni trascinabili la natura di azioni riscattabili ex art. 2437-sexies c.c. Nello stesso senso anche M. DELL'ANTONIA, *Le clausole di covendita*, in D. RUFINI (a cura di), *Quaderni Dir. Impr.*, cit., 2016, 8. Dalla premessa che la clausola di *drag along* crei un vincolo di soggezione muove anche Trib. Milano, Decr. 24 marzo 2011, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, I, 59.

Esaminando l'ipotesi di accodamento si osserva che Caio e Sempronio sono a un tempo titolari del diritto di *tag along* nonché ad acquistare in prelazione le azioni di Tizio. Appare chiaro come le situazioni siano alternative tra loro (Caio e Sempronio o acquistano o co-vendono), ciononostante non si rilevano particolari problematiche poiché entrambi i diritti fanno capo ai medesimi soggetti; Caio e Sempronio saranno autonomamente in grado di valutare la convenienza complessiva dell'operazione e assumere le conseguenti decisioni.

Diverso è il caso in cui la prelazione debba esser coordinata con la clausola di *drag along*. In questo caso Caio e Sempronio sono contemporaneamente titolari tanto di una posizione di diritto quanto di una di soggezione. Presumendo che i soci e lo statuto nulla abbiano pattuito circa la prevalenza tra l'uno e l'altro meccanismo la situazione appare di difficile coordinamento. Salvo quanto si dirà nel capitolo successivo in tema del diritto soggettivo al mantenimento della *qualitas* di socio, in prima battuta sembra doversi riconoscere priorità al diritto di prelazione¹²⁵. In via di principio, il binomio "diritto-obbligo" della prelazione ha sicuramente maggior spessore rispetto alla posizione di "facoltà-soggezione" derivante dalla clausola di *drag along*; se si volesse accogliere la soluzione opposta il socio prelazionario - titolare sia del diritto ad essere socio, sia del diritto a rimanere socio per mezzo dell'esercizio della prelazione - vedrebbe mortificate le sue ragioni, ritrovandosi ad essere forzosamente estromesso dalla società. Inoltre, non pare corretto ammettersi che l'iniziativa economica del singolo socio di maggioranza sia sufficiente a sopprimere un diritto di acquisto riconosciuto statutariamente alla generalità dei consociati¹²⁶.

¹²⁵ La ricostruzione del diritto alla qualità di socio nei termini di diritto soggettivo, spettante singolarmente a ciascun individuo è stata compiuta da V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 170 ss.

¹²⁶ Cfr. P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 178.

6.2 La clausola di gradimento.

Un'ulteriore strumento di carattere pattizio idoneo tanto a limitare le modalità di circolazione delle azioni quanto la libertà di scelta del soggetto a cui vendere, nonché le possibilità di dismettere il proprio investimento è costituito dalle clausole di gradimento.

Tale pattuizione, nella sua massima ampiezza, può esser definita come la clausola che subordina la validità e l'efficacia di un trasferimento all'espresso gradimento (*placet*) di uno o più soci ovvero di un organo sociale¹²⁷.

In via di prima approssimazione si può dire che la clausola di gradimento presenta finalità analoghe a quelle testé individuate analizzando il patto di prelazione. Entrambe le fattispecie si pongono come strumento per vagliare e inibire l'ingresso di soggetti estranei sgraditi alla società e contestualmente permettono di mantenere inalterati i rapporti di proporzionalità tra le partecipazioni dei soci¹²⁸.

Tuttavia, il gradimento difetta del profilo positivo, proprio del patto di prelazione, comportante l'acquisto delle azioni in capo al prelazionario e in sostituzione del terzo acquirente estraneo.

Prescindendo per il momento dall'analisi dei possibili indici ai quali agganciare le valutazioni in ordine alla concessione del *placet*, la clausola di gradimento è potenzialmente idonea a costringere il socio a rinunciare forzosamente al suo intento di vendita, così relegandolo ad essere prigioniero del suo titolo. Proprio in virtù del possibile sacrificio del diritto di *exit* la clausola di gradimento è stata oggetto di specifica disciplina da parte del legislatore della riforma¹²⁹.

¹²⁷ Si veda P. DAL SOGLIO, *Art. 2355-bis*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Padova, 2005, 343 ss. per la tesi, prevalentemente condivisa in dottrina, circa la possibilità che il *placet* venga espresso anche da un soggetto estraneo alla società.

¹²⁸ M. AVAGLIANO, *Le clausole che limitano o escludono la circolazione di azioni*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011, 365.

¹²⁹ Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, 91 ss.

Salvo quanto detto all'inizio del presente paragrafo in merito all'evoluzione sull'ammissibilità, in dottrina si è tradizionalmente operata la separazione tra le clausole di gradimento non mero (anche dette improprie o rigide) e quelle all'opposto di gradimento mero.

Com'è facile intuire la differenza tra i due *genus* si apprezza esaminando le libertà di valutazione concesse al soggetto deputato ad esprimere il gradimento. Nel caso in cui il gradimento sia un atto parametrato a requisiti di carattere oggettivo o che comunque difettino di qualsivoglia grado di arbitrarietà si tratterà di un gradimento improprio¹³⁰; in questa fattispecie risulta altresì prevedibile l'esito della valutazione, poiché, a ben vedere, al ricorrere dei presupposti predeterminati il *placet* si tradurrà in un atto vincolato¹³¹.

All'opposto, quando il consenso sia affidato al giudizio insindacabile e discrezionale in ordine all'ingresso del nuovo soggetto ci si ritrova dinnanzi al gradimento mero.

Se in passato la giurisprudenza aveva categoricamente negato il diritto di residenza di dette clausole nell'ordinamento italiano, ad oggi sono da considerarsi pienamente efficaci a patto che ricorrano alcuni correttivi¹³².

In particolare la clausola sarà da ritenersi pienamente produttiva di effetti al ricorrere di almeno uno dei seguenti meccanismi, che possono considerarsi come presidi legislativi al diritto di disinvestire: l'obbligo che le azioni soggette al gradimento siano acquistate da uno o più soci o dalla società, ovvero il riconoscimento al socio alienante del diritto a recedere dal rapporto sociale¹³³.

¹³⁰ In merito alla diversa consistenza dei requisiti si consideri F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2003, 212 ss.

¹³¹ L. STANGHELLINI, sub *art. 2355 bis*, in M. NOTARI (a cura di), *Azioni*, Milano, 2008, 577.

¹³² Cass. 15 maggio 1978.

¹³³ P. DAL SOGLIO, *Art. 2355-bis*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Padova, 2005, 348 ss. ha il merito di evidenziare lo spiccato parallelismo che si viene a creare tra l'ipotesi in esame e il patto di prelazione.

Quale che sia la soluzione prescelta dall'autonomia delle parti, mediante l'introduzione del 2° co. dell'art. 2355-*bis*, il legislatore è riuscito a un tempo nella tutela sia dell'interesse a disinvestire, sia dell'interesse a non veder alterati il rapporto di forza interno, facenti rispettivamente capo al socio uscente e alla società con suoi soci.

Proprio l'interesse a disinvestire è il punto di maggior contatto la clausola di gradimento e quelle di co-vendita, ciononostante entrambe si propongono di disciplinare l'*exit* da una prospettiva diametralmente opposta.

Il gradimento è a limitare le possibilità di smobilizzo della partecipazione mediante l'attribuzione di un diritto di veto - discrezionale o meno che sia - a un soggetto estraneo rispetto alla coppia socio uscente - terzo acquirente¹³⁴. È quindi evidente come il risultato ultimo si sostanzi, al netto dei correttivi imposti dal legislatore, nell' impedire la monetizzazione dell'investimento.

Viceversa, le clausole di *drag* e *tag along* - sebbene siano in potenza in grado di rendere più gravoso il disinvestimento a causa delle limitazioni in ordine alla scelta dell'acquirente¹³⁵ - si prefiggono l'obiettivo di massimizzare il profitto ricavato dall'alienazione, essendo strutturalmente e ontologicamente indirizzate a tal fine. In altre parole, entrambe le categorie utilizzano il medesimo strumento giuridico (*i.e.* il vincolo alla circolazione) per raggiungere due fini antitetici. Rispettivamente il gradimento è teso a preservare l'integrità della compagine sociale in danno della *way out*, mentre la co-vendita massimizza il profitto derivante dalla dismissione, eventualmente in danno dell'interesse all'omogeneità dell'insieme dei soci.

¹³⁴ Difatti il legislatore si preoccupa di disciplinare, mediante i correttivi di cui si è detto, proprio quelle ipotesi di gradimento mero che sarebbero in astratto idonee a inibire completamente la possibilità di alienare.

¹³⁵ Tale profilo è particolarmente accentuato nel *tag along* poiché il socio alienante deve essere in grado di individuare un soggetto disposto, anche economicamente, ad acquistare la totalità delle partecipazioni sociali.

È necessario poi analizzare la compatibilità operativa delle pattuizioni; come già proposto in sede di trattazione della prelazione, è opportuno esaminare separatamente le clausole di *drag along* e *tag along*.

Si riporti alla mente la situazione già proposta in cui il capitale della società Alfa S.p.A. è posseduto da Tizio (socio di maggioranza e proprietario del 60% del capitale sociale) e per la restante parte da Caio e Sempronio (soci di minoranza, ciascuno proprietario del 20% del capitale sociale).

In presenza di una clausola di *drag along*, Tizio avrà diritto di trascinare nella vendita Caio e Sempronio, dovendo però coordinare la propria decisione con il gradimento che dovrà esser concesso, ipotizziamo, dall'organo amministrativo.

In una situazione come quella appena delineata si tratterà di individuare quale delle due clausole abbia la priorità logica rispetto all'altra.

Invero, la questione è di facile risoluzione, se si ammette che il gradimento è l'atto negoziale teso ad approvare il trasferimento delle azioni, allora è giocoforza ammettere che in via preliminare si dovrà delineare il quadro negoziale su cui esprimere tale approvazione¹³⁶.

Di conseguenza, Tizio dovrà comunicare all'organo amministrativo non solo il nome dell'acquirente, ma anche se intende o meno esercitare l'opzione di trascinamento¹³⁷. Così facendo, l'organo amministrativo avrà una visione esaustiva dell'impatto che il trasferimento avrà sulla società e così sarà messo nelle condizioni di poter coscientemente determinarsi sulla concessione o meno il *placet*. Il percorso logico che vede la preminenza della prelazione non conserva la sua validità se proposto in relazione alla clausola di *tag*

¹³⁶ Sulla natura collegiale della delibera del Consiglio di Amministrazione, e quindi anche dell'atto di gradimento si veda V. BUONOCORE (a cura di), *Istituzioni di diritto commerciale*, Torino, 2000, 177.

¹³⁷ In questo senso P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 173.

along. Il profilo di maggior problematicità è costituito dalla difficoltà di determinare l'esatto ammontare delle partecipazioni compravendute. Queste potranno essere conosciute dall'organo amministrativo solo a seguito dell'esercizio - si rammenta, pienamente discrezionale - del *tag along* da parte di Caio e Sempronio. L'*iter* logico può essere così ricostruito: in un primo momento, Tizio riceve un'offerta di acquisto e, conscio dell'esistenza del diritto di accodamento, comunica la volontà di volerla accettare sia all'organo amministrativo sia agli altri soci. Caio e Sempronio dovranno quindi decidere se attivare o meno il meccanismo di co-vendita procedendo anch'essi a informare gli amministratori. Infine, ricevute entrambe le dichiarazioni di volontà, l'organo amministrativo avrà le informazioni necessarie per esprimere il consenso all'alienazione; consenso che avrà quindi ad oggetto sia il 60% di Tizio sia la percentuale di azioni per la quale Caio e Sempronio optato per l'accodamento.

CAPITOLO II
LE CLAUSOLE DI CO-VENDITA
NELL'ORDINAMENTO ANGLOSASSONE.

SOMMARIO: 1. I *co-sale rights* nella struttura delle società chiuse. – 2. Le condotte opportunistiche e i conflitti di interesse dei soci. – 3. *Ratio* economica del patto di *drag along*. – 4. *Ratio* economica del patto di *tag along*. – 5. Il *leading case* in merito all'accordo di *drag along*: *Arbuthnott v. Bonnyman & Others*. – 5.1. La disciplina applicabile. La *Section 994* del *Companies Act 2006*. – 5.2. (*segue*) I doveri dell'organo amministrativo. La modifica dello statuto. – 5.3 La pronuncia della *High Court of Appeal*.

1. I *co-sale rights* nella struttura delle società chiuse.

La dottrina anglosassone, e più in generale quella dei paesi di *common law*, ha analizzato la materia dei *co-sale rights* da una prospettiva principalmente economica, tralasciandone l'inquadramento dogmatico, e concentrandosi sui *rationales* economici che determinano i soggetti giuridici ad adottare le clausole di co-vendita.

La *ratio* economica sarà oggetto di analisi in un paragrafo ad essa dedicata, mentre è necessario sin da ora sottolineare come tale approccio alla materia derivi da quella concezione, diffusa tra i giuristi di *common law* (soprattutto statunitensi alla luce dell'approccio proprio dell' *Economic Analysis of Law* - EAL), che considera il fenomeno societario quale *nexus of contracts*¹³⁸. La

¹³⁸ Tale ricostruzione in origine teorizzata da R. H. COASE, *The problem of social cost*, in *Journal of Law and Economics*, 1960, III, 1-44 ha poi assunto assoluta rilevanza in tutta la letteratura giuridico-economica occidentale. L. A. KORNHAUSER, *The Nexus of Contracts Approach to Corporations: A Comment on Easterbrook and Fischel*, in 89 *Columbia Law Review*, 1989, 1449-1460; F. H.

società non viene concepita quale ente giuridico, bensì quale aggregato di soggetti che riuniscono le proprie risorse (economiche, gestionali, intellettuali, professionali, *etc.*) ad un fine produttivo.

Si enfatizza il momento contrattuale della società a discapito di quello istituzionale, considerandola quale somma di tanti diversi rapporti giuridici (*e.g.* società e fornitori, soci e lavoratori dipendenti, gli stessi soci tra loro, *etc.*) stipulati dagli *stakeholder*, i quali soltanto sono nella miglior posizione per determinare quale sia l'assetto contrattuale ottimale per il perseguimento dei loro interessi.

Il limite principale di tale teoria è tradizionalmente ricondotto alle difficoltà di ricostruire compiutamente le differenze tra i rapporti contrattuali esistenti tra i soggetti interni della società (soci, amministratori e dipendenti) e i soggetti esterni, i quali in fin dei conti si trovano pur sempre a dialogare con un soggetto, che seppur artificioso, gode di un certo grado di autonomia - economica e giuridica, verrebbe da aggiungere - rispetto agli stessi soggetti interni¹³⁹.

Stante la diversa nozione di contratto del *common law*¹⁴⁰, lo statuto societario (*i.e.* l'accordo con il quale due individui decidono di svolgere un'attività d'impresa per mezzo della società), accordo associativo privo della *consideration*, non può essere considerato di per sé *contract* ed è difficilmente riconducibile al fascio di contratti la cui sommatoria darebbe vita alla società; in conseguenza di ciò è stata successivamente elaborata la nozione di *incomplete contract*, secondo la quale lo statuto societario è una sorta di contratto in perenne

EASTERBROOK e D. R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991.

¹³⁹ Cfr. D. CORAPI, *Le società per azioni*, in AA. VV. *Diritto privato comparato. Istituti e problemi*, Laterza, 2012, 446.

¹⁴⁰ La dottrina anglosassone definisce il contratto sì come un accordo, ma ancor prima come uno scambio di promesse o prestazioni, accompagnate da una *consideration*. Si noti qui come il contratto di società sia carente dell'elemento promissorio. Sul punto è ancora una volta assai chiaro, D. CORAPI, *Le società per azioni*, cit., 444.

divenire, al cui nucleo di base si accompagna un contenuto che si viene di volta in volta a specificare, così da rispondere alle plurime esigenze della vita operativa della società.

Ora, se lo statuto societari sono concepiti quali *set* di regole organizzative in principio autosufficienti, ma altresì soggetti ad integrazione, è facile immaginare che anche le singole clausole contenute al loro interno sono considerate con il medesimo punto di osservazione¹⁴¹. E proprio in questo senso si muove l'analisi della dottrina anglosassone.

I patti di co-vendita non sono esaminati nella loro sostanza giuridica, quanto piuttosto sono oggetto di discussione per la loro idoneità a: *i*) prevenire *ex ante* momenti di *litigation*; *ii*) preservare e massimizzare gli investimenti di ciascun soggetto partecipante all'impresa sociale; *iii*) soprattutto, permettere di disciplinare *ex ante* le modalità di dismissione di ogni partecipazione.

Una volta inquadrato il campo di analisi, si può affermare che l'ipotesi *sub iii*), non solo costituisce a un tempo causa ed effetto principale delle clausole, ma vale anche a delinearne il *locus* giuridico di operatività.

È pensiero condiviso che l'investitore della società per azioni veda garantita la sua volontà di dismettere la partecipazione dal principio di libera circolazione delle azioni¹⁴². Quantomeno in via di principio, egli non nutre interesse a predisporre meccanismi di *way-out* dalla società poiché questo scopo è più facilmente perseguibile collocando la partecipazione sul mercato¹⁴³. Purtuttavia l'esistenza di uno o più vincoli alla circolazione limita fortemente tale possibilità, talché è opportuno che il socio si doti di opportuni meccanismi contrattuali

¹⁴¹ Lo stesso dicasi per i patti parasociali.

¹⁴² Si vedano i paragrafi 1 e 2 del I capitolo.

¹⁴³ La considerazione, certamente valida se svolta in riferimento a società quotate in mercati regolamentati, conserva veridicità anche qualora la società sia rilevantemente diffusa tra il pubblico. In quest'ultimo caso, le azioni hanno comunque un mercato di riferimento nel quale far incontrare domanda e offerta.

e/o statutori affinché siano definiti il *quando* e il *quomodo* della sua vendita¹⁴⁴.

In questa sede si fa riferimento alle società cd. “chiuse”, con l'accortezza di specificare che l'insieme di tali società non è individuato meramente in termini residuali rispetto alle società quotate o diffuse in modo rilevante tra il pubblico¹⁴⁵; tale concetto, nella ricostruzione qui proposta, abbraccia tutte le società sui cui titoli grava un vincolo di intrasferibilità, nonché l'eterogeneo panorama delle società che presentano meccanismi che rendono più difficoltosa la circolazione e infine le società cd. “familiari”.

Da qui quindi la necessità di delineare i tratti ricorrenti di questo modo di atteggiarsi del fenomeno societario, così da ottenere un modello di società che prescindano dai singoli ordinamenti nazionali, e al contempo, funga da archetipo comune per l'analisi comparatistica dei patti di co-vendita¹⁴⁶.

In via di prima approssimazione si può dire che le società chiuse prendono le mosse dalle più svariate esigenze commerciali: si passa dalle società a gestione familiare, alle *venture capital firms*.

Il tratto saliente delle società a ristretta base azionaria è costituito dal duplice ruolo svolto dall'azionista. Egli è contemporaneamente sia finanziatore della società sia amministratore della medesima; partecipa attivamente alla gestione e allo sviluppo dell'impresa non tanto mediante l'esercizio dei diritti sociali riconosciutigli in virtù

¹⁴⁴ Da questo punto di osservazione si può apprezzare la duplice natura della clausola di *drag-along*. Da un lato essa si pone come un aggravio alla possibilità di disinvestire; dall'altro però assicura la piena realizzazione dell'investimento grazie alla predisposizione di un meccanismo certo di disinvestimento.

¹⁴⁵ Per un'ampia ricognizione della struttura di questo tipo societario si veda F. H. EASTERBROOK e D. R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., 262.

¹⁴⁶ L'approccio che si cerca di proporre è il medesimo elaborato dai sapienti studi comparatistici di R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, M. PARGENDLER, W. RINGE E. ROCK, *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*. Oxford University Press, 2017.

delle azioni possedute, quanto piuttosto attraverso le facoltà gestorie affidategli perché membro dell'organo amministrativo. Ciò comporta che la forma precipua di remunerazione dell'investimento azionario è costituita da ciò che viene percepito come compenso per l'incarico (auto)conferitosi, relegando la distribuzione dei dividendi a una funzione secondaria.

Pur essendo quasi tautologico affermare che le società chiuse sono solitamente caratterizzate da una compagine sociale numericamente ristretta, questa è una considerazione che non può essere sorvolata, poiché è in grado di influenzare i processi decisionali della società.

Difatti l'esiguo numero di soggetti - spesso appartenenti al medesimo nucleo familiare¹⁴⁷ - rende la negoziazione e la composizione dei loro interessi sicuramente più agevole rispetto all'ipotesi opposta. D'altro canto però vi è la concreta possibilità che l'eventuale disaccordo, (anche in virtù della commistione tra la figura del socio e quella di amministratore) nato in sede assembleare provochi delle situazioni di stallo gestorie dannose tanto per i soci quanto per la società¹⁴⁸. Il rischio è poi accentuato dalla possibilità che le esigenze extra-societarie di carattere personale si riverberino sulle decisioni sociali generando conflitti in seno alla compagine sociale. Ad esempio, la medesima politica dei dividendi adottata nell'un caso da una società ad azionariato diffuso e nell'altro da una società chiusa produce conseguenze assai differenti. Il fatto che la gran parte dei profitti della società siano trattenuti dalla stessa è situazione relativamente

¹⁴⁷ Per una ricognizione delle varie tipologie di società cc.dd. "familiari" si consulti V. CARIELLO, *Sistema dualistico e s.p.a. cc.dd. chiuse "a controllo familiare"* in *Riv. dir. civ.*, 2008, I, 446 ss.

¹⁴⁸ Gli studi anglosassoni hanno enfatizzato in particolar modo le differenti tipologie di conflitti che possono sorgere in seno alle società aperte e chiuse. Le prime sono caratterizzate da rapporti, e quindi dissidi, di tipo "verticale" tra l'insieme della compagine sociale e l'organo amministrativo. Viceversa nelle società chiuse è dato assistere alla preponderanza dei contrasti "orizzontali" tra i soci *uti singuli*. M. J. ROE, *The institutions of Corporate Governance*, in C. MENARD - M.M. SHIRLEY, *Handbook for New Institutional Economics*, Berlino, 2005, 371 ss.

indifferente per gli azionisti di una società aperta. Questi infatti sono meno interessati alla distribuzione perché gli utili non ancora distribuiti possono essere facilmente trasformati in denaro contante attraverso la vendita¹⁴⁹. Viceversa, l'azionista di una società chiusa, nella necessità di rientrare almeno parzialmente del suo investimento, non potrebbe seguire la medesima via; stante l'assenza di un mercato di riferimento, sarebbe costretto a negoziare con gli altri soci una modifica della politica di distribuzione degli utili, così ponendosi in contrasto con gli altri soci.

Si noti poi che gli statuti o i patti parasociali di dette società contengono con elevata frequenza pattuizioni tese ad escludere o limitare fortemente la possibilità di far circolare il titolo. Tali previsioni, seppur rispondenti ad altri interessi legittimi e meritevoli di tutela, sono potenzialmente assai dannose per il socio. Ove venisse a sorgere un conflitto interno alla compagine, il socio si troverebbe in una situazione assai perigliosa, poiché si ritroverebbe ad esser imprigionato nella società, nell'impossibilità sia di esercitare qualsivoglia influenza sulle deliberazioni sociali¹⁵⁰.

Anche prescindendo dall'esistenza di vincoli circolatori, tale situazione di "prigionia" è esasperata dall'assenza di un mercato su cui collocare le azioni¹⁵¹. L'azionista insoddisfatto del proprio investimento è infatti impossibilitato a procedere alla vendita principalmente a causa delle difficoltà nel trovare un soggetto

¹⁴⁹ Il profitto così conseguito è stato teorizzato e definito come "homemade dividend" da F. MODIGLIANI - M. H. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *The American Law Review*, XLVIII, 3, 1958, 261 ss.

¹⁵⁰ J. ARREGLE, M. A. HITT, D. G. SIRMON, P. VERY, *The development of Organizational Social Capital: Attributes of Family Firms*, in *Journal of Management Studies*, n° 44, 2007, 73 ss.

¹⁵¹ *In limine* si ricorda che così come per la società di capitali italiane, anche per la *company* inglese non è ammesso il recesso unilaterale, diversamente da quanto accade nelle *partnership*. Quest'ultima, assimilabile alla società di persone, prevede espressamente la possibilità che il *partner* compia un *unilateral withdraw* ai sensi della *Section 4* del *Limited Liability Partnership Act*. Per un accurato esame delle ipotesi e delle modalità di esercizio di tale diritto si veda G. MORSE, *Partnership Law*, Oxford University Press, 2010, 334 ss.

interessato a partecipare ad un *business*, che per dimensioni e caratteristiche, necessita di un coinvolgimento attivo nella gestione societaria. A tale difficoltà si aggiunge poi la difficoltà di determinare il valore reale della partecipazione. Differentemente da quanto avviene nelle società aperte per le quali oltre al valore nominale dell'azione è possibile individuare anche un prezzo di mercato, nelle società chiuse è la mancanza stessa del mercato a rendere impossibile questo obiettivo¹⁵². Si nota quindi, ancora una volta, la necessità di pattuire delle esplicite modalità di dismissione delle partecipazioni.

L'approccio del legislatore anglosassone alla disciplina delle società chiuse è assai diverso rispetto a quello fatto proprio dagli ordinamenti continentali. In breve, la tradizione romanistica dà precipuo rilievo all'elemento dell'*intuitus personae*, che funge dapprima come elemento di distinzione tra le società di persone e società di capitali, ed in seguito anche da elemento interpretativo nella ricostruzione delle società capitalistiche, riflettendosi inoltre nell'alterità strutturale dei modelli societari¹⁵³ (S.p.A., S.r.l., S.a.p.A., *etc.*)¹⁵⁴.

Questa forma di tipizzazione legislativa è assente nell'ordinamento d'oltremarica, il quale “tradizionalmente considera le *private* e le *public companies* quali varianti della medesima forma di organizzazione (appunto la *company*), mentre in Europa continentale queste sono considerate quali diverse e distinte forme di organizzazione” ciascuna dotata delle sue proprie regole organizzative¹⁵⁵.

¹⁵² S. P. PRATT, *Valuing a business: the Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, New York, 2008, *passim*.

¹⁵³ Al riguardo non devono trarre in inganno i rimandi del Codice Civile alla disciplina della società per azioni.

¹⁵⁴ Cfr. G. FERRI, *Le società*, in F. VASSALLI (diretto da), *Trattato di Diritto Civile*, IV, Torino, 1985, 486 ss. L'Autore pone l'accento sull'effetto di “personalizzazione” della società di capitali connesso all'introduzione di clausole limitative della circolazione.

¹⁵⁵ S. MAYSON, D. FRENCH, C. RYAN, *Company Law*, Oxford University Press, 2013, 58.

Nonostante l'esplicita ammissione giurisprudenziale¹⁵⁶ della società unipersonale, e *a fortiori* di quella con un numero limitato di soci, il legislatore britannico non ha mai abbandonato l'approccio regolatorio "monistico" fino al *Companies Act 2006*¹⁵⁷. In punto di fatto, tale mutamento è stato comunque assai modesto, poiché piuttosto che fornire una disciplina autonoma della *private company*, si è potuto assistere alla semplice predisposizione di modelli statutari di *default* per le società chiuse, mentre la disciplina generale della *company* è rimasta sostanzialmente unitaria.

Una volta osservati i tratti tipologici e organizzativi che rendono la società chiusa - nel senso qui considerato - il luogo di elezione privilegiato delle clausole di co-vendita, si può ulteriormente specificare il ruolo che esse svolgono nel contesto precipuo della *venture capital firm*¹⁵⁸.

Nel caso in cui venga affidato alla società chiusa il perseguimento di tali particolari modalità di investimento la co-vendita assume un ruolo più che centrale.

Ciò avviene per l'alterità di obiettivi perseguiti dal socio finanziatore rispetto al socio imprenditore. Quest'ultimo è principalmente sospinto dalla ricerca di un efficace partner industriale con il quale stabilire un duraturo vincolo finalizzato allo scambio di informazioni e, in ultima analisi, allo sviluppo del *core business* dell'impresa¹⁵⁹.

All'opposto, il *venture capitalist* decide di entrare in società con l'unico obiettivo di conseguire il cd. *capital gain*, ossia una remunerazione diretta a fronte del capitale inizialmente investito. Egli

¹⁵⁶ *Salomon v. A. Salomon & Co. Ltd.*, (1897) *Ac* 22 HL.

¹⁵⁷ Si esprime in termini di "*integrated approach*": Company Law Steering Group, *Modern Company Law. For a Competitive Economy*, 1999, 56 ss., n. 5.2.23.

¹⁵⁸ Un'efficace esposizione del fenomeno è compiuta da B. SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi dell'adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Banca d'Italia. Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, n. 55, 2002, 15 ss.

¹⁵⁹ V. SANGIOVANNI, *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, in *Riv. not.*, 2013, 698 s.

non ha interesse a percepire gli utili e i dividendi sul lungo periodo, bensì è orientato ad rientrare in possesso della somma investita in periodo di tempo relativamente breve¹⁶⁰; ovviamente il profitto sarà costituito dall'aumento di valore maturato in costanza del periodo di sua partecipazione in società¹⁶¹. Per la medesima ragione, il partner finanziario esercita i diritti sociali, ad esempio mediante la nomina degli amministratori, con l'unico obiettivo di massimizzare la redditività della società, anche a discapito della crescita industriale della stessa.

Una criticità dell'operazione è costituita dall'impossibilità di individuare le concrete modalità di dismissione della partecipazione. A titolo esemplificativo, tra la pluralità di fattori che possono influenzare questa scelta, si ricordano il valore effettivo della *portfolio company*, la situazione economica dei potenziali acquirenti, la fiducia di cui gode il *venture capitalist*, le condizioni del mercato, *etc.* Da un punto di vista operativo è comunque dato rinvenire che nella prassi le tecniche di dismissione più diffuse avvengono mediante il *going public* o il *trade sale*, rispettivamente la quotazione sul mercato borsistico e la vendita ad un acquirente industriale¹⁶².

Un ulteriore elemento di conflitto discende dalla alterità delle prospettive imprenditoriali del socio industriale e del socio finanziatore; come già accennato, il primo è il soggetto che possiede il *know-how* ed è quindi animato dalla volontà imprenditoriale di far progredire la società in termini produttivi, il secondo invece è mosso da fini prettamente speculativi, in quanto la sua attività principale si

¹⁶⁰ V. SANGIOVANNI, *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, cit., 698, l'Autore osserva che il periodo medio in cui la partecipazione viene detenuta dall'investitore varia da un minimo di tre anni a un massimo di cinque.

¹⁶¹ Si aggiunga che spesso queste operazioni avvengono con riferimento alle cd. *start-up*, ossia forme d'impresa che difficilmente sono in grado di rendersi remunerative nel periodo immediatamente successivo alla loro costituzione.

¹⁶² Tra le altre tecniche di disinvestimento si ricorda il *secondary buy-out*, il *buy-back* e il *write off*. C. DEMARIA, *Introduction to private equity*, Wiley Finance, 2010, 87 - 195.

sostanza nella raccolta di capitali da far fruttare mediante l'investimento in società "in via di sviluppo".

Si nota quindi che le operazioni di *venture capital*, e più in generale quelle di *private equity*, sono strutturalmente orientate ad una ciclica dismissione della partecipazione, di modo che il capitale retrocesso possa esser prontamente re-investito in una nuova società¹⁶³.

L'operatore economico - il *venture capitalist* - che affida i suoi desideri di profitto alla società chiusa vede nelle clausole di co-vendita lo strumento più al raggiungimento dei suoi interessi. Difatti tale pattuizione permette sin da principio di trasferire la società oggetto dell'investimento finanziario. Ora, se si assume che il trasferimento di una società avvenga principalmente attraverso il trasferimento del controllo sulla stessa, è giocoforza ammettere la centralità rivestita dalle pattuizioni di co-vendita. Soprattutto la clausola di *drag-along* riconosce al socio che ne beneficia - non necessariamente il socio di maggioranza - la possibilità di contrattare con il terzo l'intero pacchetto azionario. Così facendo egli è in grado di offrire al compratore un bene (*i.e.* la società) libero di essere pienamente goduto (*rectius* gestito).

Se osservata nel contesto di queste operazioni, la clausola di *tag along* possiede invece una funzione, per così dire, garantista. Al socio industriale, se titolare del diritto di accodarsi, è infatti permesso di uscire dalla società partecipata a condizioni particolarmente vantaggiose. *In primis*, beneficia proporzionalmente del premio di maggioranza, e inoltre è in grado rendere liquida una partecipazione che, in virtù dell'osservata mancanza di un mercato, liquida non sarebbe¹⁶⁴.

¹⁶³ C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 181 ss.

¹⁶⁴ È doveroso richiamare gli studi di A. DYCK, L. ZINGALES, *Private benefits of control: an international comparison*, in *Journal of Finance*, 2004, 537 ss. Gli Autori si occupano anche di definire i benefici economici derivanti dalle diverse possibilità di allocazione del pacchetto di controllo e del premio di maggioranza.

2. Le condotte opportunistiche tra soci.

È il caso di segnalare la spiccata similitudine esistente tra i beni a “titolarità correlata”, già oggetto di esame, e le operazioni di *joint venture*; anche immaginando una società partecipata in ugual misura dal socio finanziatore e dal socio industriale, gli investimenti di entrambi avranno maggior valore se considerati congiuntamente¹⁶⁵.

Tendenzialmente le operazioni di *joint venture* sono effettuate in settori assai specifici, che richiedono investimenti in *assets* altrettanto specifici che posseggono valore solo per il socio che è in grado di metterli a frutto¹⁶⁶.

Da un punto di vista economico, a fronte di investimenti fortemente illiquidi, il comportamento più razionale consisterebbe nella creazione di un vincolo duraturo, così che l'esercizio congiunto dell'impresa (*i.e. joint venture*) abbia il tempo di svilupparsi e acquisire valore intrinsecamente¹⁶⁷. La problematicità si sostanzia nel fatto che tanto più è longevo il vincolo, quanto più rischiano di essere disattese le esigenze di dismissione del socio finanziatore. Da questa prospettiva, le clausole di co-vendita servono a raggiungere un bilanciamento di interessi nella ricerca di efficienza degli investimenti effettuati dai due diversi punti di osservazione: per il socio industriale l'efficienza dell'investimento sarà costituita dalla massimizzazione dello sviluppo del *business* a fronte della riduzione dei costi, mentre l'investimento del finanziatore sarà da considerarsi

¹⁶⁵ V. par. 4, cap. I.

¹⁶⁶ Si consideri il caso di una società per lo sviluppo di *software*; non solo è richiesta un capitale operativo assai elevato, ma gli investimenti iniziali in ricerca e sviluppo hanno un loro valore intrinseco solo se considerati nel contesto specifico in cui possono essere applicati. Cfr. E.B. ROCK, M.L. WATCHER, *Waiting for the Omelette to Set. Match Specific Assets and Minority Oppression*, in R.K. MORCK (a cura di), *Concentrated Corporate Ownership*, The University of Chicago Press, 2000, 201 ss.

¹⁶⁷ Ciò spiega perché frequentemente sia esplicitamente pattuito un aumento dei costi di *exit*. E.B. ROCK, M.L. WATCHER, *Waiting for the Omelette to Set. Match Specific Assets and Minority Oppression*, cit., 203.

efficiente quando egli riuscirà a dismettere la partecipazione nel minor tempo e con il massimo profitto possibile.

In altri termini, si può definire il momento t_0 come il momento iniziale in cui entrambi i soci - industriale e finanziario - si determinano ad investire nella *joint venture*, chiaramente l'ammontare dell'investimento sarà proporzionale al profitto che ciascuno soggetto ritiene di poter estrarre dalla società¹⁶⁸. Chiaramente sarà interesse dei soci ottenere tale profitto nel momento in cui la società avrà il massimo valore per entrambi, ossia nel momento che può esser definito come t_2 .

I conflitti di interessi tra i soci sorgono nel caso in cui, nel momento intermedio (t_1), una delle due parti anticipi o posponga la vendita rispetto ai termini originariamente pattuiti, ossia in un momento precedente o successivo a t_2 .

Questo ovviamente può accadere perché il finanziatore è riuscito ad ottenere un'offerta di acquisto che, seppur non pari al massimo della possibile valorizzazione della partecipazione, risulta comunque più che soddisfacente, ad esempio perché pervenuta in tempi molto brevi rispetto al momento t_0 ¹⁶⁹. Parimenti è immaginabile che il partner industriale si opponga alla vendita poiché solo al sopraggiungere del momento t_2 sarà in grado di ottenere il massimo ritorno dall'investimento, ad esempio perché il livello di produzione ha raggiunto il suo apice.

Si noti qui la nascita *ex post* di un conflitto riguardo al momento t_2 che era stato originariamente previsto come momento in cui procedere all'alienazione; conflitto che, almeno in potenza, è presente nella maggioranza delle società chiuse e nella totalità delle società di

¹⁶⁸ Si tenga presente che il profitto altro non è che il versante monetario dell'efficienza, quindi, al pari di quest'ultima, si atteggia diversamente al variare del punto di osservazione prescelto.

¹⁶⁹ Empiricamente, se il soggetto A investe 100 aspettandosi di ricavare 150 trascorso un anno dalla data dell'investimento, si potrà dire comunque soddisfatto se dopo 3 mesi riceve un'offerta di 140.

joint venture, poiché per queste ultime l'intento dismissivo entro un periodo di tempo limitato è elemento intrinseco all'operazione¹⁷⁰. Da ultimo deve essere osservato che la vendita nel momento *t1* è vantaggiosa, sia in termini assoluti che relativi, per uno soltanto dei due soci.

Anticipando parzialmente le conclusioni che verranno raggiunte, si può affermare che il socio finanziatore attiverà con buona probabilità la clausola di *drag along*, così da trascinare nella vendita la restante parte della compagine sociale; viceversa, il socio industriale utilizzerà il *tag along* in modo da beneficiare di parte del profitto del finanziatore, essendo impossibilitato ad attendere il momento *t2* in cui anch'egli sarebbe stato in grado di massimizzare il guadagno.

In considerazione del periodo di tempo prestabilito entro il quale necessariamente si devono sviluppare le *joint venture*, il *vulnus* della loro operatività si sposta nel momento in cui l'alienazione dei pacchetti azionari è in astratto prevista e in concreto effettuata¹⁷¹.

Ancora una volta il rischio di un conflitto sorge poiché - nonostante l'accordo, quantomeno implicito, per dismettere il *business* in *t2* - uno dei soci contravviene a quanto pattuito. È infatti prassi comune che ciascun socio compia un giudizio prognostico per individuare il momento ottimale per monetizzare il proprio investimento; considerato però il diverso atteggiarsi del concetto di efficienza è altrettanto comune che non si giunga a risultati coincidenti.

Da ciò, la concreta possibilità che un socio adotti un comportamento opportunistico tale per cui venga provocata una diversa allocazione, a

¹⁷⁰ Con riferimento alla fattispecie più ampia relativa al perseguimento di obiettivi di lungo termine nelle società chiuse si veda H. FLEISCHER, *Comparative Corporate Governance in Closely Held Corporations*, in J. GORDON - W.G. RINGE, *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, 2016, 17 ss.

¹⁷¹ Oltre a V. SANGIOVANNI, *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, cit., 698, anche la dottrina inglese osserva che le operazioni di *venture capital* hanno una durata media che non supera il quinquennio; in merito alla natura temporalmente limitata delle *venture capital*. B.S. BLACK, R.J. GILSON, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Bank versus Stock Markets*, XLVII, *Journal of Financial Economics*, 1998, 252 ss.

suo esclusivo vantaggio, del plusvalore generato dalla società partecipata¹⁷². Il comportamento potrà tradursi in: *a*) un rifiuto di vendere una volta sopravvenuto il momento *t2* (cd. comportamento estorsivo); oppure *b*) una dismissione anticipata del pacchetto azionario, in questo modo monetizzando anche parte dell'investimento ancora illiquido compiuto dal socio non uscente (cd. comportamento espropriativo)¹⁷³.

Da un punto di vista economico, le clausole di *drag along* e *tag along* evitano questo tipo di comportamenti opportunistici, assicurando che l'efficienza dell'investimento non soltanto al momento di *t2* (momento in cui originariamente era stato previsto il disinvestimento) ma anche nel momento intermedio *t1*; infine, è stato correttamente osservato che in questo modo le clausole incoraggiano gli investimenti *ex ante* perché riescono ad escludere tali comportamenti¹⁷⁴.

Il loro scopo può quindi essere individuato nella tutela degli investimenti effettuati anteriormente al momento della vendita¹⁷⁵ quando è possibile una rinegoziazione dello scenario d'investimento iniziale, nonché nella neutralizzazione delle vendite (o non-vendite) opportunistiche *medio tempore* effettuate¹⁷⁶.

¹⁷² L'ipotesi è che nel momento *t2* il plusvalore sia suddiviso in parti uguali tra il socio industriale e quello finanziatore.

¹⁷³ M.I SÀEZ LACAVE, N. BERMEJO GUTIÉRREZ, *Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag-Along and Drag-Along Clauses*, in *European Business Organization Law Review*, XI, 429.

¹⁷⁴ S. GOMTSIAN, *Exit in Non-Listed Firms: When and How to Use Share Transfer Restrictions?*, in *European Business Law Review*, 2016, 720.

¹⁷⁵ In questo caso sia *t1* che *t2*.

¹⁷⁶ G. CHEMLA, M. HABIB, A. LJUNQVIST, *An analysis of shareholder agreements*, in *Journal of the European Economic Association*, 2007, V, 95 ss.

3. Ratio economica del patto di *drag along*.

In via preliminare è necessario sottolineare che l'operatività della clausola di *drag along* è concentrata nelle vendite che realizzano un plusvalore a beneficio di una sola delle parti alienanti; in altri termini ogniqualvolta il corrispettivo per la vendita è equamente distribuito tra le parti il *drag along* non ha ragion d'essere¹⁷⁷.

Le vendite lucrative aumentano il rischio che i soci adottino un comportamento opportunistico, appropriandosi di parte maggiore del plusvalore rispetto alla suddivisione originariamente pattuita; specificamente in questo contesto, la clausola di *drag along* intende proteggere il socio di maggioranza dal camaleontismo del socio di minoranza, attribuendogli la facoltà di esercitare il diritto di trascinarsi.

Come già visto il socio di minoranza potrebbe adottare un atteggiamento estorsivo, con l'intenzione di permanere in società per beneficiare dell'aumento di valore che verrà apportato dall'ingresso del nuovo acquirente, o utilizzare la minaccia di non vendere per vedersi attribuita una parte maggiore del corrispettivo.

L'esemplificazione che segue vale a chiarificare quanto appena esposto. Tizio possiede il 70% del capitale della società Alfa e Caio il restante 30%. S'intende che, oltre al valore nominale del capitale che ipotizziamo esser pari a 1000, la società Alfa possiede anche un valore reale quantificato da Tizio e da Caio in 1200 poiché, grazie alla loro posizione privilegiata di soci, ritengono che Alfa abbia buoni margini di crescita. Ipotizziamo poi che Sempronio, dopo aver svolto

¹⁷⁷ Per brevità un tale tipo di vendita può essere definite "*vendita lucrativa*". La situazione è ben chiara se si rammenta quanto detto in relazione all'attribuzione del premio di maggioranza; si ipotizzi che il capitale della società Alfa sia pari a 1000 e che Tizio ne sia proprietario per il 70% del capitale, mentre Caio per il restante 30%. Sempronio, interessato all'acquisto della partecipazione di Tizio, dovrebbe offrire 700, in realtà spesso egli sarà disposto ad offrire ben più di questa cifra (e.g. 850). Si nota così l'essenza di una vendita lucrativa, Tizio si vede riconosciuto un plusvalore di 150, a fronte del suo iniziale investimento e di una partecipazione attualmente pari a 700. Cfr. A. DYCK, L. ZINGALES, *Private benefits of control: an international comparison*, cit. 552 ss.

accurate indagini di mercato, giunga alla conclusione che in virtù delle sue spiccate doti manageriali, si ritenga in grado di gestire Alfa fino a farle raggiungere un valore reale di 1400.

In caso di vendita totalitaria di Alfa è facile immaginare che Tizio e Caio (venditori) e Sempronio (acquirente) finiscano per accordarsi su di un prezzo di scambio collocato a metà tra le due valutazioni del valore reale di Alfa (*e.g.* 1300); in un contesto del genere tutte le parti raggiungono il massimo grado di soddisfazione: Sempronio ha acquisito una società a un prezzo minore rispetto a quello che ritiene essere il valore potenziale di Alfa; dal canto loro, Tizio e Caio ottengono un corrispettivo maggiore rispetto alla loro valutazione di Alfa e, rispettivamente, ottengono dalla vendita un ritorno economico pari a 910 e a 390 (ossia il 70% e il 30% del prezzo di vendita complessivo pari a 1300).

È però possibile immaginare anche uno scenario alternativo nel quale Caio si rifiuti di vendere la propria partecipazione, sfruttando a suo vantaggio l'asimmetria informativa (*free-riding*)¹⁷⁸. Caio potrebbe infatti avere accesso a informazioni in merito alle capacità imprenditoriali possedute da Sempronio, ma potrebbe essere anche mosso dall'esperienza empirica secondo la quale nessun individuo razionale investe se in base alla convinzione di poterne ricavare un profitto -. Di conseguenza Caio sarebbe certamente invogliato a cogliere l'opportunità di un facile guadagno, semplicemente decidendo di posticipare il momento della sua vendita. Così, con la

¹⁷⁸ Il problema è assai studiato nella branca di letteratura giuridica che ricade sotto il nome di *law and economics*. In via di estrema sintesi si può dire che il *free riding* ricorra ogni qualvolta un soggetto sfrutti a suo esclusivo vantaggio delle informazioni o delle situazioni fattuali il cui costo è stato sostenuto da altri soggetti. Sul punto, senza pretesa di completezza si veda M. BATTAGLINI, S. NUNNARI, T. PALFREY, *The Free Rider Problem: a Dynamic Analysis*, in *National Bureau of Economic Research, Working Paper* n. 17926, 2012, consultabile sul sito www.ssrn.com; M. HARKER, M. HVIID, *Competition Law Enforcement: the "Free-Riding" Plaintiff and Incentives for the Revelation of Private Information*, Centre for Competition Policy, anch'esso consultabile sul sito internet www.ssrn.com.

sua permanenza in Alfa, Caio vedrebbe aumentare il valore effettivo della sua partecipazione (il cui valore reale al momento dell'offerta di Sempronio è pari a 390) per effetto della nuova gestione manageriale. A seguito della vendita del solo Tizio, Caio si troverebbe a possedere una partecipazione il cui valore sarebbe pari al 30% di 1400, ossia 420 e maggiore di quanto avrebbe potuto ricavare partecipando alla vendita originaria.

Infine, è ancora possibile che Caio, piuttosto che attendere l'aumento di valore successivo all'ingresso di Sempronio, decida di rinegoziare internamente con Tizio i termini della distribuzione del ricavato della vendita¹⁷⁹.

In assenza di una pattuizione che lo obblighi a vendere, Caio avrà sempre la possibilità di forzare una modifica della distribuzione dei profitti come originariamente pattuiti in t_0 ; nei fatti avrà la capacità di estorcere da Tizio parte del plusvalore che spetterebbe a quest'ultimo. Dal canto suo, Tizio sarà sostanzialmente obbligato a soddisfare le egoistiche richieste di Caio, poiché quest'ultimo, pur possedendo una partecipazione di minoranza, avrà la capacità di far naufragare l'intero affare¹⁸⁰.

In via di principio, come emerge dall'esemplificazione appena proposta, il rischio estorsivo grava sul socio di maggioranza; di qui la constatazione che solitamente la partecipazione maggioritaria sarà beneficiare del diritto di trascinarsi. Poiché egli è il soggetto in grado di trasferire il controllo sulla società in via teorica è anche il soggetto che verrebbe ad esser maggiormente danneggiato - in termini di mancato ritorno di guadagno dell'investimento - dal

¹⁷⁹ Ad esempio, Caio chiederà a Tizio di riconoscergli economicamente una cifra più consistente del 30% del valore della vendita spettante in virtù della sua partecipazione.

¹⁸⁰ La situazione di stallo in cui la minoranza minaccia la buona riuscita di un affare negoziato dalla maggioranza è definita come situazione di cd. *hold-up*, C. BIENZ, U. WALZ, *Venture Capital Exit Rights*, in *Journal of Economics & Management Strategy*, 2010, XIX, 1071 ss.

mancato trasferimento. Cionondimeno è altrettanto teorizzabile l'ipotesi opposta, in cui sia l'investimento del socio di minoranza a essere agevolmente alienabile, ad esempio in virtù di un elevato grado di liquidità rispetto a tutti gli altri finanziamenti¹⁸¹.

Orbene, il patto di trascinarsi consente di sterilizzare entrambe le condotte opportunistiche potenzialmente adottabili da Caio. Quest'ultimo difatti o adempirà a quanto originariamente pattuito, partecipando volontariamente alla vendita nel momento t_2 , o in qualunque caso vi sarà trascinato. Si nota quindi come l'effetto precipuo di tale pattuizione sia provocare l'indifferenza rispetto a Caio - socio potenzialmente estorsore - del momento della vendita, esso sia t_1 o t_2 . Concludendo, così come si apprezzerà in relazione ai patti di accodamento, il *drag along* funge da meccanismo per sterilizzare *ex ante* gli atteggiamenti opportunistici del socio, rendendo del tutto ininfluenza un suo eventuale comportamento contrario alle originarie pattuizioni e contestualmente assicurando che, nell'evento della vendita, ciascun soggetto monetizzi una somma proporzionale alla sua partecipazione nell'operazione di *joint venture*¹⁸².

¹⁸¹ Inoltre, come sottolineano B.S. BLACK, R.J. GILSON, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Bank versus Stock Markets*, cit., 253 ss., una partecipazione minoritaria ben si può accompagnare a meccanismi contrattuali tesi ad assicurare una forte influenza sulle scelte sociali.

¹⁸² Per tutti, M.I SÀEZ LACAVE, N. BERMEJO GUTIÉRREZ, *Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag-Along and Drag-Along Clauses*, cit., 439.

4. Ratio economica del patto di *tag along*.

Anche nel *tag along* si riscontra un meccanismo di natura contrattuale volto assicurare un'efficace tutela degli interessi economici in gioco. Tale obiettivo è però conseguito percorrendo una via parzialmente opposta. Rispetto alla clausola di *drag along* si prefigge lo scopo di evitare la rinegoziazione della suddivisione dei profitti negando alle parti la possibilità di sottrarsi alla vendita nel momento *t*¹⁸³; la clausola di *tag along* persegue il medesimo obiettivo (*i.e.* evita la possibilità di redistribuire i profitti), ma raggiunge tale scopo negando ai soci la possibilità di vendere anticipatamente e autonomamente la partecipazione “taggata”¹⁸⁴.

Si tratta di un meccanismo dotato di particolare raffinatezza giuridica, poiché, piuttosto che prevedere un'indiscriminata previsione negativa di divieto a vendere, è strutturata in termini positivi; come visto si traduce nella facoltà di accordarsi alla dismissione effettuata da un altro socio.

Richiamando l'esemplificazione proposta nel paragrafo precedente, la clausola di *tag along* offre a Caio la possibilità di effettuare una valutazione di convenienza circa la sua permanenza in società o, viceversa, il profittare di condizioni di *exit* particolarmente vantaggiose. Egli potrà infatti considerare da un lato l'opportunità di abbandonare la società a fronte di un mutamento nel gruppo di controllo giovandosi delle condizioni economiche pattuite dal socio di maggioranza, e quindi comprensive anche del relativo premio; dall'altro sarà libero non alienare la propria partecipazione, se ad esempio riterrà che il socio entrante sia in grado di aumentare la

¹⁸³ Come già osservato, nell'evenienza di un comportamento scorretto, Tizio potrà semplicemente attivare il meccanismo pattizio così obbligando Caio ad unirsi alla vendita.

¹⁸⁴ G. CHEMLA, M. HABIB, A. LJUNQVIST, *An analysis of shareholder agreements*, cit., 97.

produttività della società e quindi, in ultima analisi, il valore del suo investimento.

Si può affermare che, stante il principio di libertà contrattuale, le pattuizioni di co-vendita possono assumere le più svariate sfumature, così che siano rispondenti alle concrete esigenze di tutela dei soci; ciononostante è dato rinvenire due principali fattispecie di *tag along*, a seconda del soggetto di volta in volta destinatario degli effetti dell'accodamento¹⁸⁵.

Si tratterà di *tag along* totalitario, qualora l'acquirente sarà tenuto a estendere la propria offerta a tutti i soci che hanno esercitato l'opzione di accodamento in via sussidiaria rispetto alla prima offerta di acquisto¹⁸⁶.

All'opposto, qualora il compratore rimanga estraneo agli effetti di un'eventuale azionamento della clausola, ricorrerà il *tag along* proporzionale. In questa ipotesi, in virtù dell'obbligo di procurare la vendita dei soci opzionari, il socio maggioritario sarà costretto a ridurre il numero di proprie azioni offerte in vendita; resta inteso che la riduzione dovrà essere proporzionale al numero delle azioni per cui è stato attivato il patto di accodamento¹⁸⁷.

Da una prospettiva economica, le pattuizioni in esame permettono di neutralizzare il comportamento espropriativo del socio di maggioranza, diretto ad appropriarsi di una quota di plusvalore teoricamente spettante al resto della compagine sociale.

¹⁸⁵ S. GOMTSIAN, *Private Ordering of Exit in Limited Liability Companies: Theory and Evidence from Business Organization Contracts*, in *American Business Law Journal*, LIII, 700.

¹⁸⁶ Va da sé che l'acquirente rimane sempre libero di ritirarsi dall'affare. Qualora però sia interessato ad acquistare la partecipazione di maggioranza, allora dovrà procedere anche all'acquisto delle azioni degli opzionari.

¹⁸⁷ Esemplicando: qualora il socio di maggioranza riceva un'offerta per il proprio pacchetto azionario pari al 60% e contestualmente un altro socio (proprietario del 20% del capitale) eserciti il diritto di *tag along*, allora il socio maggioritario sarà costretto a vendere azioni pari al 40% del capitale complessivo della società. In quest'ipotesi da un lato si accorda la massima tutela possibile al socio minoritario che avrà sempre una *way-out* disponibile, dall'altro è effettuata anche una congrua valutazione dell'interesse del compratore, il quale non sarà costretto ad acquistare azioni per un valore maggiore a quanto era originariamente sua intenzione.

Si immagini una situazione in cui Tizio (socio finanziatore) e Caio (socio industriale e titolare del diritto di accodamento) siano soci, ciascuno per la metà del capitale, di Alfa, società avente valore 1000¹⁸⁸.

Ancora una volta, bisogna distinguere tre separati orizzonti temporali: t_0 ossia il momento in cui Tizio e Caio hanno dato vita alla *joint venture*; t_2 , ossia il momento in cui Tizio e Caio hanno ipotizzato che l'investimento sarebbe diventato produttivo, implicitamente individuandolo come data di ripartizione del profitto, attraverso la vendita congiunta; e infine, t_1 ossia un momento intermedio tra t_0 e t_2 , in cui un socio si sia determinato a dismettere anticipatamente la propria partecipazione.

Il ragionamento si può sviluppare come segue: l'apporto di Tizio e di Caio è diretto a far lievitare il valore al momento t_0 (1000) di Alfa verso un valore finale di, ipotizziamo, 1400 nel momento t_2 .

Per il socio finanziatore l'aumento marginale di valore sarà costante al trascorrere del tempo, poiché la sua partecipazione, essendo una nella sostanza una partecipazione economico-finanziaria, non richiede particolari tipi di accortezze gestorie e acquisisce valore *ex se* con il progredire temporale¹⁸⁹.

Lo stesso non si può dire per l'aumento di valore della partecipazione del socio industriale, singolarmente considerata, la quale non possiede un tasso di crescita uniforme nel tempo. Ciò accade a causa del diverso tipo di investimento effettuato.

¹⁸⁸ In questo caso si è voluta ipotizzare una partecipazione paritaria del socio industriale e del socio finanziatore al fine di sottolineare che la *ratio* economica della clausola di *tag along* prescinde dal ragionamento effettuato nei termini del binomio minoranza - maggioranza. Tutt'al più detto inquadramento vale a rafforzare le conclusioni raggiunte.

¹⁸⁹ Ciò significa che se il valore iniziale in t_0 dell'investimento del finanziatore è 500 (ossia il 50% del capitale pari a 1000), mentre il valore finale in t_2 sarà di 700 (ossia il 50% di 1400) e se tra t_0 e t_2 trascorrono 100 giorni, allora ogni giorno il valore dell'investimento aumenterà dell'1%. Ossia nel momento t_0+10 giorni l'investimento varrà 520; nel momento $t_0 + 20$ giorni, varrà 540 e così via, fino a raggiungere t_2 .

Come osservato, il valore della partecipazione industriale di Caio dipende soprattutto dalle capacità produttive dell'impresa, e tali capacità aumentano in modo non proporzionale durante il corso della vita della società; ciò a causa, ad esempio, dei costi di sviluppo iniziali o al periodo di ammortamento dei macchinari acquistati. In altri termini l'investimento del socio industriale diventa redditizio solo dopo che sia trascorso il cd. periodo di incubazione; prima di tale momento il guadagno è soltanto potenziale.

Nello scenario così delineato, la vendita effettuata nel momento $t1$ da Tizio comporta un'indebita monetizzazione anticipata della parte di investimento da lui maturata. Tale comportamento estorsivo¹⁹⁰ è però causa anche di ulteriori effetti (dannosi) sopportati dal solo Caio¹⁹¹. In prima battuta si può dire che egli è si vede sottratta la possibilità di dismettere il proprio pacchetto azionario quando quest'ultimo sarà diventato produttivo, ossia nel momento $t2$.

Inoltre, è da sottolineare che Caio, in quanto *partner* industriale, solitamente conferisce nella *joint venture* contributi di tipo infungibile, quali possono essere le specifiche tecniche produttive, brevetti da lui detenuti, *etc.*, in virtù di ciò egli è soggetto al fondato rischio che il socio finanziatore alieni la partecipazione ad un diretto concorrente di Caio; si può quindi correttamente sostenere che Tizio detenga la facoltà di "vendere", mediatamente, detti investimenti infungibili¹⁹².

Al di là di ogni giudizio morale su tali comportamenti, basti accennare che l'acquirente sarà chiaramente disposto a pagare un

¹⁹⁰ La "estorsività" si sostanzia nell'ingiusta sottrazione di valore a discapito della partecipazione del socio industriale.

¹⁹¹ Volendo richiamare, forse impropriamente, le categorie civilistiche italiane si può affermare che il danno si manifesta quale lucro cessante.

¹⁹² Come attentamente sottolineato da M.I SÀEZ LACAVE, N. BERMEJO GUTIÉRREZ, *Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag-Along and Drag-Along Clauses*, cit. 430, "quando il socio opportunist vende le sue azioni, egli in realtà sta altresì vendendo l'opportunità di espropriare i restanti azionisti".

sovrapprezzo per entrare in possesso dei segreti industriali della concorrenza. E tale *surplus*, andando ad accrescere ulteriormente l'indebito guadagno di Tizio, costituirà un ulteriore incentivo nel cogliere l'opportunità espropriativa.

Se l'effetto ultimo della clausola si sostanzia nell'evitare che Tizio si appropri di una parte eccessivamente cospicua dei profitti in danno di Caio, cionondimeno è possibile compiere alcune precisazioni a seconda che si tratti di un *tag along* pieno o di un *tag along* proporzionale.

Posto che in entrambe le varianti Caio si vede garantita la dismissione integrale della propria partecipazione, nella prima ipotesi l'esercizio dell'opzione permette anche a Tizio la *way-out* dalla società, a patto che il terzo sia disposto ad estendere la propria offerta di acquisto. In relazione a questo profilo si segnala quindi da un lato la maggior semplicità di funzionamento "interna" perché la dismissione sarà possibile per tutta la compagine sociale, dall'altro si acuiranno le difficoltà "esterne" nel trovare un acquirente disposto a offrire per l'intera società.

La variante proporzionale invece prende le mosse da una prospettiva parzialmente differente, poiché l'acquirente è tenuto estraneo ai meccanismi operativi del *tag along* e, quindi, indirettamente il suo reperimento sarà compito più semplice. Si assiste però a una tutela "interna" meno intensa, poiché, in ipotesi di riduzione proporzionale del numero di azioni a causa dell'accodamento, Tizio non sarà in grado di dismettere l'intero della sua partecipazione, rimanendo per la restante parte socio minoritario di Alfa.

Orbene, la clausola di *tag along*, in tutte le sue sfumature, assolve la funzione di rendere nullo ogni eventuale vantaggio che Tizio potrebbe conseguire da una vendita compiuta in *tl*; difatti, ogniqualvolta egli si dovesse comportare slealmente, Caio godrebbe della possibilità di unirsi alla vendita principale.

Infine, si vuole qui sottolineare l'ultimo tratto garantista della clausola; quand'anche Tizio procedesse alla vendita, Caio non solo sarebbe abilitato a seguirlo nell'alienazione, ma avrebbe anche diritto a beneficiare proporzionalmente dei vantaggi pattuiti dal socio finanziatore. È infatti previsto nella totalità dei patti di accodamento che la dismissione del socio opzionario avvenga a parità di condizioni economiche rispetto a quelle contrattate dal socio "sleale". Per l'effetto, si produce così un'equa suddivisione del profitto di cui Tizio intendeva slealmente appropriarsi.

5. Il *leading case* in merito all'accordo di *drag along*: *Arbuthnott v. Bonnyman & Others*.

Si prende in esame il caso *Arbuthnott v Bonnyman and Others*¹⁹³, deciso nel Regno Unito dalla *High Court of Appeal* con pronuncia del 20 maggio 2015.

La decisione suscita notevole interesse – ed assume il ruolo di *leading case* - poiché enuncia i principi cardine che regolano la possibilità degli azionisti di modificare lo statuto di una società attraverso l'introduzione di una clausola di *drag along* espressamente finalizzata al soddisfacimento di un'offerta di acquisto presentata da terzi in ordine alla società medesima.

In via preliminare, è necessario ricostruire i termini essenziali della situazione di fatto precedente al sorgere dei conflitti in seno alla compagine sociale i quali sono poi sfociati nella controversia giurisdizionale che qui consideriamo.

In particolare, bisogna fermare l'attenzione sia sulle modifiche statutarie apportate alla versione originaria dello statuto, sia sulle posizioni assunte dalle parti (in particolare dall'organo amministrativo) coinvolte nella vicenda giudiziaria.

La società coinvolta nel giudizio era la Charterhouse Capital Ltd. (da qui innanzi "Società"), compagnia attiva con successo nel mercato del *private equity* attraverso un complesso organigramma societario, che per quanto interessa in questa sede, prevedeva la gestione complessiva dell'attività di investimento per il tramite della controllata Charterhouse Capital Partners LLP (da qui innanzi "LLP").

Va comunque precisato che la controllata LLP fungeva esclusivamente da schermo societario, in quanto i *partners* e amministratori erano esclusivamente i medesimi soci della

¹⁹³ *Arbuthnott v Bonnyman and Others*, (2015), *EWCA Civ.*, 536 ss.

controllante Società¹⁹⁴. Questo schema è in realtà conforme ad una prassi ben consolidata che determina sul piano fattuale la piena corrispondenza tra la compagine della Società e i soggetti incaricati di gestire le attività di investimento.

Nel gennaio del 2008, il *partner* Mr. Arbuthnott dismetteva la sua partecipazione nella LLP e presentava le proprie dimissioni dall'incarico di amministratore della medesima LLP, mantenendo però la proprietà del pacchetto azionario nella Società; nei fatti, quindi, egli cessava di avere un ruolo direttivo nella gestione del *business* d'investimento, tuttavia manteneva la qualità di socio nella Società al vertice della gruppo societario.

Nel triennio successivo alla scelta del dimissionario Mr. Arbuthnott, un certo numero di altri *partners* adottava un comportamento analogo a quello testé considerato. In altri termini, anch'essi decidevano di disinvestire la propria partecipazione nella LLP e, parallelamente, recedevano dall'incarico manageriale della medesima LLP. In definitiva, come avvenne per il socio Mr Arbuthnott, anche essi, giova sottolinearlo, rinunciarono alla gestione del *business*, ma non cessarono dalla qualità di soci della Società.

La situazione appena esposta ebbe a provocare un profondo mutamento degli assetti interni di controllo societario. Invero, con le numerose dimissioni verificatesi, si venne a perdere la coesistenza in capo agli stessi soggetti della figura di socio e dell'incarico di amministratore, ossia la Società restò priva di quella caratteristica che risulta essere di fondamentale importanza nel settore del *private equity* poiché, com'è noto, è tratto prodromico all'attrazione dei capitali degli investitori privati¹⁹⁵.

¹⁹⁴ Sebbene non rilevante ai fini della presente analisi, per completezza si segnala che fino al dicembre del 2003 la LLP, era costituita nella forma di una *limited company*, ossia la Charterhouse Capital Partners Ltd.

¹⁹⁵ Cfr. par. 175-177 (2014) EWHC 1410 (*Ch*); il giudice Asplin della *Chancery Division*, assimilabile al Tribunale, sottolinea come entrambe le consulenze di parte abbiano evidenziato che uno scostamento nelle persone della compagine sociale e

Si vennero così a individuare all'interno della Società due distinte categorie di soci; un primo gruppo composto esclusivamente da soci oramai disinteressati alla direzione della Società, ed un secondo formato invece dai soci-amministratori direttamente coinvolti nella gestione del business e certamente ancora intenzionati a proseguire l'attività dell'impresa.

Ebbene, accadde che questi ultimi, mossi dal timore che il disallineamento di posizioni e di interessi potesse provocare un danno economico alla società, si adoperarono per porre fine alla situazione determinatasi¹⁹⁶. Per un certo tempo venne tentata la strada, attraverso numerose discussioni tra soci, di ricomporre nuovamente la corrispondenza tra la qualità di socio e l'incarico di amministratore. Constatata quindi la inconciliabilità delle posizioni, i soci intenzionati a proseguire nella gestione dell'attività, costituirono una società veicolo - la Watling Street Limited (da qui innanzi "WSL") - attraverso la quale essi si proposero di acquisire le partecipazioni azionarie nella Società detenute dai non più amministratori e soci cessati della LLP.

Ecco allora che nel novembre 2011 questi ultimi ricevono da parte di WSL - ed unitamente a tutti gli altri soci della Società - un'offerta di acquisto ciascuno per il proprio pacchetto azionario.

Come spesso accade nella prassi commerciale, anche l'offerta contrattuale di WSL pervenne nelle forme del *Sale and Purchase Agreement*, ossia quale offerta di acquisto ad esecutività condizionata al verificarsi di determinati eventi con la conseguenza che l'effettivo trasferimento del diritto di proprietà avviene con un successivo ed

dell'organo amministrativo siano di forte impedimento alla raccolta dei fondi necessari per compiere gli investimenti.

¹⁹⁶ Ad esempio, qualora la Società fosse stata partecipata per un valore maggiore del 50% da soggetti esterni non amministratori, gli investitori di alcuni fondi si sarebbero visti riconosciuti particolari diritti d'intervento.

autonomo atto ricognitivo, comunemente detto *closing*¹⁹⁷. Nel caso di specie, la proponente acquirente WSL ebbe ad individuare le seguenti condizioni finalizzate a rendere effettiva la compravendita in caso di esito favorevole dell'offerta:

1. Accettazione dell'offerta da parte di (i) almeno il 50% di tutte le azioni emesse; (ii) almeno i 2/3 dei “*Non-Concert Members*” ossia i soci che non intenzionati a proseguire nell'attività d'investimento della Società e conseguenzialmente privi di partecipazioni in WSL.
2. Approvazione del cambio del gruppo di controllo della Società da parte della *Financial Services Authority* (“FSA”)¹⁹⁸.
3. Disapplicazione del diritto di prelazione a favore dei soci previsto dallo statuto della Società.
4. Modifica dello statuto, in conformità con le indicazioni proposte da WSL. Al riguardo va osservato che, nella sostanza, la modifica principale si traduceva nell'introduzione di un diritto di *drag along*.
5. Approvazione da parte della *Founder Majority* (ossia la maggioranza semplice dei soci al tempo della ricezione dell'offerta, con esclusione dei soci detentori di azioni dell'offerente WSL) della compravendita quale vendita idonea a giustificare l'attivazione del diritto di trascinamento (ossia, per riportare la dizione statutaria, una *Relevant Sale*).
6. Convocazione di una assemblea, volta ad approvare l'offerta di acquisto della totalità del capitale emesso dalla Società, alla quale partecipasse la maggioranza numerica dei *Non-Concert Members*

¹⁹⁷ Per un esame di tale contratto “alieno” e in generale della più ampia categoria dei contratti di acquisizione societaria si rinvia nuovamente all'opera di G. DE NOVA, *Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato*, cit.

¹⁹⁸ Ossia l'autorità di vigilanza sui servizi finanziari (*Financial Services Authority*), oggi scissa nella *Financial Conduct Authority* e nella *Prudential Regulation Authority*.

(appunto i soci non partecipanti alla vendita) pari ad almeno i 2/3 delle azioni di costoro.

Come si avrà modo di specificare anche nel seguito, tutti i membri della Società, ad eccezione di Mr Arbuthnott, accettarono l'offerta e conseguenzialmente le condizioni divennero vincolanti il 5 dicembre 2011. Il successivo 13 dicembre venne fatta circolare, e poi approvata, la bozza di modifica dello statuto corrispondente al contenuto della proposta formulata da WSL.

Secondo tale modifica - nel nuovo articolato statutario racchiuso nell'articolo 39 - l'eventualità di una alienazione da parte di uno o più soci complessivamente rappresentanti almeno il 50% dei diritti di voto in assemblea, avrebbe comportato la facoltà dell'acquirente (nel caso di specie WSL) di completare l'acquisizione della totalità delle azioni attraverso una comunicazione scritta alla Società.

Per apprezzare la raffinatezza del meccanismo giuridico si noti che ad una prima lettura, la clausola si sostanzia in quella che abbiamo avuto modo di definire nei termini di clausola di *bring along* in virtù della facoltà dell'acquirente di richiedere l'alienazione anche da parte dei soci non partecipanti. Un più attento esame permette però di notare che tale facoltà è riconosciuta solo nell'ipotesi in cui la maggioranza sociale qualifichi l'operazione quale *Relevant Sale*. In buona sostanza si tratta di una clausola di *bring along* condizionata all'esplicito consenso dei soci e quindi assai somigliante alla pattuizione di *drag along* "pura".

Riprendendo ora l'analisi statutaria, l'articolo 39, come modificato, riportava le modalità operative del trascinamento, disponendo che una volta effettuata la prevista comunicazione scritta, la Società avesse agito come mandataria dell'acquirente al fine di informare i soci non partecipanti alla *Relevant Sale* dell'insorgenza dell'obbligo a loro carico di trasferire le azioni solo ed esclusivamente all'acquirente.

È interessante notare che, sempre in sede di modifica dello statuto, al par.3 dell'art. 39, per il caso in cui i soci non partecipanti fossero stati inadempienti rispetto all'obbligo di trasferimento delle loro azioni, era previsto che gli amministratori della Società agissero per conto dei soci inadempienti, ponendo in essere ogni atto prodromico e successivo - compresa l'iscrizione dell'acquirente nel libro dei soci - al perfezionamento della vendita.

Nondimeno è necessario dare risalto al fatto che anche l'originario assetto statutario conteneva una disposizione di *drag along* di tenore sostanzialmente analogo a quello introdotto con la modifica¹⁹⁹.

La differenza di formulazione della clausola di *drag along* appare essere l'eliminazione del riferimento alla disciplina della *General Offer*²⁰⁰.

Un richiamo, ancorché breve, va fatto inoltre alle pattuizioni contenute nello *Shareholders' Agreement*. Il patto parasociale venne firmato nel giugno 2001 da tutti i soci della Società, tra cui anche Mr. Arbuthnott e, nell'intenzione delle parti, valeva a fornire una regolamentazione di carattere generale ai rapporti intercorrenti tra i soci. È poi doveroso constatare che, in un'attività quale è il *private equity*, il patto parasociale riveste un'importanza decisamente

¹⁹⁹ In particolare i paragrafi da 1 a 3 dell'art. 38 prevedevano che il soggetto che avesse acquisito almeno il 50% dei diritti di voto nell'assemblea della Società, come conseguenza di una "*General Offer*", poteva richiedere che ogni altro azionista, non già venditore, provvedesse a trasferirgli le proprie azioni alle medesime condizioni. L'espressione *General Offer* era da riferirsi diretta a qualsiasi offerta di acquisto per un pacchetto complessivo di azioni superiore al 50% delle azioni emesse dalla Società. Infine era previsto che la *General Offer* fosse disciplinata in via analogica dalle disposizioni del *City Code on Takeovers and Mergers*. Inoltre, il par. 4 del medesimo articolo, prevedeva che il meccanismo appena esposto si sarebbe dovuto applicare anche su attivazione della *Founder Majority*.

²⁰⁰ Premesso che la disciplina del *City Code* si applica esclusivamente alle società quotate, e quindi il richiamo effettuato dallo statuto opera esclusivamente in via analogica, la disciplina può esser così riassunta; tutti gli azionisti della società compravenduta devono godere del medesimo trattamento, disponendo altresì di sufficiente tempo e informazioni al fine di valutare compiutamente l'offerta ricevuta. Inoltre, il consiglio di amministrazione della società compravenduta deve agire esclusivamente nell'interesse della società stessa, senza negare in alcun modo agli azionisti la possibilità di decidere sul merito dell'offerta.

centrale poiché permette di vincolare i soggetti persone fisiche che gestiscono il *business*, indipendentemente dai vari schermi societari adottabili.

Orbene, la disposizione che qui interessa riportare è l'articolo 7 dello *Shareholders' Agreement*, poiché in esso si dava disciplina alle eventuali modalità di disinvestimento dei soci.

Al riguardo, il primo paragrafo sanciva *apertis verbis* la volontà di tutti i paciscenti di procedere alla dismissione della Società entro un termine di otto anni dalla data della firma o in quello superiore che la maggioranza avesse dovuto ritenere più appropriato.

Quanto al secondo paragrafo del medesimo art. 7, giova riportarne il testo "Ognuna delle parti (eccetto la Società) concorda che, se la *Founder Majority* (eccetto i soci che sono proponenti acquirenti o sono connessi con il proponente acquirente coinvolto nella vendita...) si determini a procedere con l'*Exit* in qualsiasi momento successivo alla firma del presente patto, coopererà per raggiungere l'*Exit* e altresì concorda nel vendere tutte le azioni della Società possedute in favore del proponente acquirente, posto che le condizioni stabilite per la sua vendita non potranno essere meno favorevoli di quelle previste per ogni altro azionista della medesima classe"²⁰¹.

²⁰¹ Per completezza di riporta il testo integrale non tradotto dell'articolo 7:

"7. EXIT

7.1 *Each of the parties confirms its intention to seek an Exit within eight years of the date of this Agreement or such later date as the Founder Majority may specify.*

7.2 *Each of the parties (other than the Company) hereby agrees that if a Founder Majority (excluding any Founder who is a proposed purchaser or is connected with a proposed purchaser involved in the Exit and, for this purpose, a Founder will be connected to a proposed purchaser if such a purchaser is a "connected person" within the definition of Section 839 of the Income and Corporation Taxes Act 1988) agrees to pursue an Exit at any time after the date of this Agreement, he will cooperate in the pursuit of the Exit and will agree to sell all the shares in the capital of the Company held by him to the proposed purchaser provided that the terms on which he is required to sell his shares are no less favourable to him than those being offered to any other shareholder holding shares of the same class.*

7.3 *The Founders, the Employees and the Company hereby agree to the disclosure by the Founders (acting with Founder Consent) of any information regarding the Group (whether confidential or otherwise) to any third party in contemplation of an*

Abbiamo dunque fin qui ricostruito le circostanze di fatto in ordine alle quali sorge poi la controversia giudiziaria.

Quest'ultima muove dalla doglianza del socio Mr. Arbuthnott in ordine alla supposta violazione della *Section 994 del Companies Act 2006*, determinatasi ad opera del consiglio di amministrazione della Società e dei soci di maggioranza (*i.e.* tutti i restanti soci, indipendentemente dalla loro intenzione di proseguire l'attività della Società). Nella ricostruzione prospettata dal socio ricorrente il comportamento illegittimo si sarebbe determinato in relazione ad una serie di profili, quali, essenzialmente, (i) l'esame dell'offerta di WSL lesiva in conseguenza dell'eliminazione del riferimento alla disciplina della *General Offer* e (ii) la modifica della clausola di *drag along* adottata al solo fine di espropriare il socio della propria partecipazione azionaria.

5.1 La disciplina applicabile. La *Section 994 del Companies Act 2006*.

Nel diritto anglosassone il socio che ritiene in qualche modo pregiudicati gli interessi derivanti dalla sua partecipazione azionaria può attivare la tutela prevista dalla *Section 994 del Companies Act 2006* per ottenere il risarcimento del danno subito.

La lettura della norma fornisce una prima indicazione delle condizioni che legittimano l'azione del socio che si afferma danneggiato. Il primo presupposto è costituito dalla circostanza che la gestione della società (lett. *company's affairs*) è compiuta con modalità ingiustamente pregiudizievoli per gli interessi della generalità dei soci o di parte di essa. Il secondo presupposto, che si pone come alternativo al primo, si sostanzia nel compimento o

Exit provided that no confidential information shall be so disclosed unless such third party shall have undertaken in writing to preserve the confidentiality thereof."

nell'omissione di un atto societario che comporti un ingiusto pregiudizio attuale o futuro agli interessi di uno o più soci²⁰².

Così enunciati i requisiti giuridici che fanno scattare la tutela prevista dalla norma, è possibile individuare tre ulteriori sotto-categorie di requisiti che devono riscontrarsi in concreto per la piena operatività della disciplina fissata dalla *Section 994*. In specie si tratta (i) della corrispondenza del comportamento lesivo con uno o più atti attinenti alla gestione della società, nonché (ii) della presenza di un pregiudizio, inteso come situazione lesiva e dannosa *ex se* ed infine (iii) del carattere di ingiustizia del pregiudizio stesso.

Ebbene, la giurisprudenza ha proposto un'interpretazione estensiva dell'espressione "*company's affairs*", idonea a ricomprendere al suo interno pressoché qualsiasi atto o comportamento che sia posto in essere ovvero conseguenza di azioni di coloro i quali amministrano la società o compiano atti in nome e per conto della stessa²⁰³.

Il significato da attribuire alla "pregiudizialità" dell'atto compiuto è stato invece considerato da una prospettiva oggettiva, con il risultato che un atto è idoneo a causare un pregiudizio ogni qual volta è in grado di ledere la posizione giuridica del socio, ovviamente nel senso che la lesione deve riconnettersi con i rapporti intercorrenti con la società²⁰⁴. In particolar modo i giudici inglesi hanno statuito che il pregiudizio deve essere connotato da una sorta di concretezza, non potendosi risolvere in un mero e superficiale tecnicismo volto a dimostrare un'astratta posizione di svantaggio²⁰⁵.

²⁰² Chiaramente il pregiudizio futuro non si potrà risolvere in una semplice paura di vedersi danneggiato, di conseguenza un'azione fondata su tale timore sarà considerata esser prematura e verrà dismessa dalla Corte. *Re Astec (BSR) plc*, (1998) 2 *BCLC*, 556.

²⁰³ Un esempio dell'ampia lettura della norma è rinvenibile in *Gross v Rackind*, (2005) 1, *WLR*, 3305. La possibilità un soggetto non amministratore, ad esempio un semplice impiegato della società, compia un atto riconducibile all'alveo dei *company's affairs* è ben esposta in *Oak Investment Partners XII, Ltd Partnership v Boughtwood and others*, (2009) *EWHC*, 176, *Ch*.

²⁰⁴ B. HANNIGAN, *Company Law*, Oxford University Press, 2009, 422.

²⁰⁵ *Re Saul D Harrison & Sons plc* (1994) *BCC* 475 ss., special. 489.

Al fine di vedersi riconosciuta la tutela apprestata dalla *Section 994* è necessario infine un ultimo requisito che, come sopra accennato, deve generalmente identificarsi nell'ingiustizia (lett. *unfairness*) del pregiudizio. In altri termini un atto pregiudizievole, seppur genera una situazione deteriore in capo al singolo socio, non è in sé stesso sufficiente a configurare una pretesa risarcitoria azionabile per la quale, appunto, è richiesto che il pregiudizio stesso non sia a sua volta sorretto da interessi altrettanto meritevoli che possano giustificarlo nell'ottica complessiva della gestione della società. La necessaria e contestuale presenza sia della pregiudizialità in sé, sia dell'ingiustizia è chiaramente affermata nella sentenza *Saul D Harrison & Sons plc*, ove il *Lord Justice Hofmann* ha statuito che: “la condotta (della società) deve essere sia pregiudizievole (nel senso di causare un danno o uno svantaggio agli interessi in gioco) sia scorretta; così che una condotta può essere scorretta senza esser pregiudizievole o può essere pregiudizievole senza per questo esser scorretta, in qualunque caso non che sufficiente che la Corte soddisfi soltanto uno di questi test”²⁰⁶.

Successivamente, il concetto di *unfairness* si delinea con maggior precisione poiché, in modo non dissimile dalle valutazioni in ordine alla pregiudizialità, si introduce una nozione oggettiva dell'ingiustizia.

A tal riguardo si può guardare al *leading case O'Neill v Phillips* nel quale il medesimo *Lord Justice Hofmann* ha precisato che l'ingiustizia si deve sostanziare o nella contrarietà alle norme pattuite dai soci e contenute nello statuto o nei patti parasociali o, alternativamente, in comportamenti che, seppur conformi a dette pattuizioni, si traducono in violazioni del dovere di agire secondo buona fede. Di conseguenza, “l'ingiustizia può consistere o nella violazione delle regole pattizie (contenute nello statuto o nel patto

²⁰⁶ Re *Saul D Harrison & Sons plc*, cit., 496.

parasociale) o nell'uso distorto di tali regole in un modo che il diritto dell'equity riterrebbe contrario a buona fede²⁰⁷.

5.2 (segue) I doveri dell'organo amministrativo. La modifica dello statuto.

Ciascun amministratore è legato alla società da un rapporto di tipo fiduciario che, seppur non assimilabile alla figura del *trustee*, certamente obbliga gli stessi a uniformarsi ai principi di lealtà e correttezza²⁰⁸. Come già accennato, la giurisprudenza anglosassone aveva adoperato tale assunto per enucleare l'estensione, i limiti, e le responsabilità degli amministratori²⁰⁹. In breve, il criterio in forza del quale valutare la legittimità dell'operato era ed è espresso in *Smith and Fawcett Ltd*, e si sostanzia nell'agire secondo buona fede per perseguire la realizzazione dell'interesse sociale²¹⁰.

Sul piano della disciplina legale, il primo intervento normativo in materia si deve al *Companies Act 2006* posto che fino a quel momento gli obblighi dell'organo gestorio nei confronti della società erano stati enucleati esclusivamente in via giurisprudenziale. Specificatamente, gli obblighi dell'organo amministrativo sono oggi contenuti nella *Section 170* e successive del *Companies Act 2006*. Attualmente, dunque, si assiste ad una concorrenza tra fonti, in virtù della quale i nuovi principi legali devono esser interpretati alla luce della precedente giurisprudenza.

²⁰⁷ O'Neill v Phillips, (1999), 1, WLR, 1092 ss. In particolare, la Corte si occupa di specificare la nozione di lesione della legittima aspettativa; da un lato viene riconosciuta la rilevanza delle attese che il socio riponeva nella società, dall'altro l'aspettativa viene considerata solo ed esclusivamente in relazione agli interessi che il socio si è preoccupato di tutelare e disciplinare in sede di costituzione della società attraverso lo statuto o i successivi patti parasociali. In altre parole il socio non può dolersi del mancato rispetto delle sue aspettative se egli stesso non vi ha prestato attenzione.

²⁰⁸ Regal (Hastings) v Gulliver, (1942), 1 All ER, 378.

²⁰⁹ In tema di doveri dell'organo amministrativo nel compiere scelte discrezionali è opportuno richiamare la più ampia trattazione svolta nel secondo paragrafo del capitolo precedente

²¹⁰ (Re) Smith and Fawcett Ltd. (1942), Ch., 304.

Al fine di presentare compiutamente il quadro normativo necessario alla risoluzione della controversia in esame, è opportuno richiamare le previsioni delle *Sections* 171 e 172, rispettivamente rubricate “*Dovere di agire entro i poteri*” e “*Dovere di promuovere il successo della società*”.

La prima disposizione si occupa di determinare in via generale l’obbligo degli amministratori di agire conformemente alle clausole dello statuto societario, esercitando i poteri loro conferiti in accordo con il motivo e lo scopo che ne hanno sorretto il conferimento. Resta inteso che il vincolo di buona fede espresso in *Smith and Fawcett Ltd.* è pienamente operativo anche nella vigenza del *Companies Act* 2006.

Inoltre, il detto principio vale anche ad orientare la lettura della susseguente *Section* 172. In proposito è interessante osservare come il legislatore si sia occupato di delineare, certo in via non esaustiva, gli indici alla luce dei quali indirizzare l’agire secondo buona fede. È invero previsto che l’amministratore, nel promuovere il successo della società a beneficio di tutti i suoi membri, dovrebbe tener da conto:

- delle probabili conseguenze di lungo termine delle sue scelte;
- gli interessi dei dipendenti della società;
- della necessità di favorire le relazioni commerciali con i fornitori, con la clientela, *etc.*;
- dell’impatto delle operazioni societarie sulla comunità e sull’ambiente;
- del mantenimento sia dell’appetibilità commerciale della società, sia della reputazione degli elevati *standards* di comportamento;
- della necessità di agire correttamente nei rapporti con e tra i soci.

Nonostante la previsione espressa di alcuni indici che fungono da guida tanto per gli amministratori al momento di agire quanto per gli organi giurisdizionali in sede di controllo dell'operato, il giudizio delle Corti non deve e non può risolversi in un esame *ex post* dell'interesse della società. Posto che, salvo prova contraria, si presume sempre che gli amministratori agiscano in buona fede, il giudice non può mai sostituirsi alle loro valutazioni. Al fine di determinare la legittimità di una data scelta (*rectius* la possibile violazioni dei doveri), l'organo giudicante deve considerare se, al tempo dei fatti, gli amministratori avevano delle valide motivazioni per giustificare la scelte effettuate, sicché al ricorrere di queste ultime, non vi sarà spazio per alcuna sindacabilità delle decisioni in concreto adottate²¹¹.

Va altresì osservato che gli amministratori rispondono dei loro obblighi di comportamento nei confronti della società, e non verso i singoli soci. Quindi, sebbene il socio possa agire per ottenere rimedio a norma della *Section 994*, la violazione si deve innanzitutto sostanziare in un comportamento lesivo dell'interesse della società e, solo mediamente, dei singoli soci.

Spostando l'esame sulle norme in tema di modifica dello statuto, si può dire che, in via di principio, la *Section 21* del *Companies Act 2006* riconosce la possibilità che lo statuto venga liberamente emendato dalla compagine sociale; la relativa delibera assume le forme di una *special resolution* e di conseguenza richiede l'approvazione da parte di una maggioranza pari al 75% dei soci.

Nonostante l'ampiezza di tale dettato normativo, il potere di modifica incontra dei limiti di origine giurisprudenziale volti a mitigarne l'assolutezza.

Inoltre, data la soggezione della materia al cd. principio maggioritario, e per di più considerando che l'esercizio di tale facoltà

²¹¹ (Re) *Smith and Fawcett Ltd.*, (1942), *Ch.*, 306.

è spesso esplicitamente diretto a vincolare la minoranza che non concorre alla decisione, si deve riconoscere il primato delle regole di *common law* e di *equity*²¹². Di conseguenza la modifica statutaria non solo deve essere conforme ai requisiti per essa stabiliti dalla legge, ma deve anche essere ispirata al “principio di buona fede, a beneficio dell’intera società”²¹³.

Il punto sicuramente di maggiore problematicità si individua nelle modalità dirette ad accertare l’effettiva sussistenza del beneficio che si produce per la società.

Al riguardo soccorre la pronuncia *Greenhalgh v Arderne Cinemas Ltd.* con la quale la *Court of Appeal* individua il cd. *Greenhalgh test*²¹⁴. In sostanza si tratta di una prova di resistenza a cui sottoporre la modifica statutaria, connotata da un duplice carattere, sia soggettivo che oggettivo²¹⁵. In prima battuta sarà compito della Corte, evitando di sostituirsi agli amministratori nelle valutazioni compiute, procedere per accertare se la maggioranza abbia agito onestamente sospinta dalla sincera volontà di garantire un beneficio alla società²¹⁶. Una volta ottenuto un riscontro positivo, la modifica deve esser vagliata anche da un punto di vista oggettivo, dovendosi accertare se un *hypothetical member* della società avrebbe effettivamente tratto beneficio dalla nuova formulazione dello statuto.

Nell’ottica della giurisprudenza anglosassone, tale secondo passaggio è necessario al fine di assicurare la piena tutela del socio di

²¹² *Allen v Gold Reefs of West Africa*, (1900), 1 *Ch.* 656.

²¹³ *Allen v Gold Reefs of West Africa*, (1900), 1 *Ch.* 671; *Sidebottom v Kershaw Leese and Co. Ltd.*, (1920), 1 *Ch.* 154.

²¹⁴ *Greenhalgh v Arderne Cinemas Ltd.*, (1946), 1, *All E.R.*, 512.

²¹⁵ Si noti che i giudici inglesi hanno da sempre mostrato una forte ritrosia nell’interferire con le scelte commerciali e non di una società. Di conseguenza non si ritiene necessario dimostrare che il comportamento dell’assemblea nel modificare lo statuto sia il *migliore* nel perseguire l’interesse della società; bensì il requisito è soddisfatto ogniqualvolta il comportamento sia *sufficiente ex ante* a tutelare l’interesse sociale.

²¹⁶ In questa fattispecie l’ente societario è considerato quale *summa* degli interessi dei singoli soci che la compongono. *Greenhalgh v Arderne Cinemas Ltd.*, (1946), 1, *All E.R.*, 512.

minoranza, il quale, con elevata probabilità, non avrà concorso all'approvazione della delibera. E' chiaro quindi che la *ratio* sottesa alla posizione della giurisprudenza vale ad affermare la legittimità della delibera qualora, nonostante la lesione apportata alla minoranza, sia possibile accertare che la modifica statutaria non era stata specificamente tesa a ledere il socio minoritario.

5.3 La pronuncia della *High Court of Appeal*.

In via preliminare, l'*High Court of Appeal* accerta la sua competenza a decidere la controversia in base all'assunto che la modifica oggetto di censura deve ritenersi inclusa nel campo di applicazione della *Section 994*, in questa prospettiva ponendo anche in luce che il punto non fosse stato nemmeno oggetto di specifica contestazione, e ciò nemmeno nel precedente grado di giudizio²¹⁷. Nonostante questa asserzione, il *Lord Justice Etherton* ritiene di precisare che l'espressione "*company's affair*" abbraccia qualsiasi decisione adottata dal consiglio di amministrazione o qualsiasi condotta dei soci, mentre si devono escludere dall'alveo applicativo della disposizione unicamente quelle attività che riguardano in via esclusiva un socio, o i rapporti tra più soci, qualora non vi sia alcun legame con la società.

Risolte le questioni preliminari di ammissibilità, il collegio giudicante procede a esaminare il comportamento - ritenuto essere *contra legem* dal ricorrente - adottato dagli amministratori nel valutare l'offerta di

²¹⁷ Si riporta il testo integrale del primo paragrafo della *Section 994*:

"A member of a company may apply to the court by petition for an order under this Part on the ground:

- a) that the company's affairs are being or have been conducted in a manner that is unfairly prejudicial to the interests of members generally or of some part of its members (including at least himself), or
- b) that an actual or proposed act or omission of the company (including an act or omission on its behalf) is or would be so prejudicial".

WSL. Egli lamenta che l'organo amministrativo ha dolosamente evitato di chiedere la valutazione della compravendita da parte di un esperto indipendente, così sottraendosi al dovere di informare esaustivamente i soci in merito alla proposta di acquisto.

Sul punto i giudici rinnovano, sia pure in via incidentale, la considerazione in forza della quale l'interesse da prendere a riferimento nella valutazione dell'operato degli amministratori deve essere sempre quello generale della società, e mai quello dei soci individualmente considerati²¹⁸.

Come già rilevato, la *Section 172* individua alcuni dei possibili indici che fungono da parametro per siffatta valutazione ed essi, se riferiti allo specifico contesto di un'offerta di acquisizione, valgono ad enucleare due corollari decisivi. Il primo consiste nel tenere presente che ruolo primario degli amministratori è quello di assicurare che l'offerta di acquisto pervenga ai soci accompagnata da informazioni sufficienti affinché i soci stessi si possano determinare liberamente. Il secondo concerne il fatto che gli amministratori non hanno alcun obbligo di orientare o consigliare i soci, salvo ovviamente il dovere di astenersi dal fornire informazioni fuorvianti²¹⁹.

Individuati in questi termini i principi a cui conformarsi, il giudice ritiene che gli amministratori abbiano puntualmente adempiuto i loro obblighi; di conseguenza, la pretesa del ricorrente è stata riconosciuta come priva di fondamento, anche perché non è possibile individuare ulteriori obblighi positivi ai quali l'organo amministrativo avrebbe dovuto riferirsi.

Le conclusioni raggiunte dal giudicante sono analoghe anche in relazione all'eliminazione dallo statuto di ogni richiamo al *City Code*. In proposito infatti non è stato ravvisato alcun obbligo positivo gravante sugli amministratori circa il necessario coinvolgimento degli

²¹⁸ *Heron international Ltd v Lord Grade* (1983), *BCLC*, 244.

²¹⁹ *In Re a Company* (1986), *BCLC*, 382.

azionisti nelle trattative intercorse con il proponente acquirente; al contrario, fatti salvi ovviamente gli obblighi già descritti innanzi, gli amministratori sono liberi da vincoli di sorta nel condurre le trattative, dovendo unicamente informare i soci a contrattazione terminata. Da qui l'affermazione in sentenza che la loro condotta non ha costituito violazione della *Section 994*²²⁰.

Ad ulteriore sostegno della correttezza dell'operato degli amministratori l'organo giudicante adduce l'esperienza negli affari posseduta da tutti i soci, nonché la loro posizione privilegiata nel valutare la Società, tutte circostanze idonee a far ritenere che, seppure fossero state messe a disposizione dei soci ulteriori informazioni, questi ultimi non si sarebbero determinati diversamente rispetto a quanto effettivamente avvenuto. A ben vedere, poi, anche nell'ipotesi in cui sussista contemporanea corrispondenza tra la posizione di socio e quella di amministratore, non vi è motivo per escludere in capo a questo soggetto la facoltà di votare - per l'appunto in qualità di socio - secondo il suo interesse egoistico e quindi, nel caso di specie, dichiararsi favorevole alle modifiche statutarie conformi alle proposte formulate da WSL²²¹.

Riconosciuta quindi la liceità dell'agire dell'organo amministrativo, la *Court of Appeal* rigetta anche la seconda pretesa del ricorrente consistente nell'assunto che l'operazione di modifica dello statuto fosse stata dolosamente orchestrata dai *continuing members* e dai *non-continuing members* al solo fine di espropriarlo della partecipazione posseduta nella Società.

²²⁰ Nel caso di specie si ritiene che il richiamo al *City Code* vale solo ad identificare il significato della dizione *General Offer*, non già a richiamarne la disciplina applicativa. In sostanza si tratta di un'offerta di acquisto totalitaria in presenza di una compagine sociale diversificata nelle percentuali di possesso azionario.

²²¹ Il collegio raggiunge tale conclusione muovendo, e sostanzialmente confermando, il precedente *Re Astec (BSR) Plc*, (1998), 2 *BCC*, 556, 584-585. La pronuncia citata sottolinea che, in via di principio, il diritto di voto delle azioni è un diritto di proprietà che l'azionista è libero di esercitare a suo piacimento.

La Corte ritiene che detto cambiamento delle regole fondanti la Società sia pienamente legittimo, in quanto rispondente alla valutazione della maggioranza azionaria circa l'individuazione del miglior interesse per la società, che nel caso di specie consisteva nell'assicurare ad un terzo acquirente la facoltà di aggiudicarsi la totalità del capitale.

Nel raggiungere tale conclusione il ricorrente non è riuscito a fornire alcuna prova circa l'eventuale malafede dei soci di maggioranza o degli amministratori. L'emendamento dello statuto si è principalmente tradotto in una più puntuale corrispondenza tra le disposizioni di quest'ultimo e quelle contenute nello *Shareholders' Agreement*, senza alcuna limitazione dei diritti e delle facoltà riconosciute agli azionisti, né tantomeno alcuna introduzione di una nuova clausola limitativa della circolazione.

Ad ulteriore conforto dell'assunto, i giudici osservano che la clausola di *drag along* era già stata elemento di contrattazione da parte dell'intera compagine sociale in sede di stipula dell'originario patto parasociale, sicché il socio ricorrente non aveva alcun titolo per dolersi di un meccanismo di trasferimento delle azioni del quale non solo era a conoscenza, ma del quale in prima istanza si era anche reso firmatario.

Il collegio giudicante si occupa comunque di confutare le tesi proposte dalla parte ricorrente. Viene svolto infatti un approfondito giudizio di carattere ipotetico sulle possibilità di raggiungere il risultato di trascinarsi anche in assenza della modifica statutaria.

In particolare, il ricorrente sostiene che la formulazione del secondo paragrafo dell'articolo 7 del patto parasociale - disposizione che si ricorda esser stata assunta a modello dalla maggioranza nel ritoccare lo statuto - debba intendersi nel senso di una clausola di *drag along* standard, e non nel senso di una disposizione che attribuisce alla

maggioranza la facoltà di espropriare il socio di minoranza (*expropriation provision*).

Come già esposto, la prassi commerciale e la realtà economica attribuiscono rilevanza alla clausola fintanto che la stessa assicuri alla maggioranza degli azionisti, in qualità di venditori, di poter procedere alla vendita del 100% di una società, e indirettamente garantire che anche la minoranza benefici del premio di maggioranza. Nel caso in esame però il ricorrente pone in evidenza anche un'ulteriore sfumatura interpretativa ricollegabile alla clausola, peraltro anch'essa smentita dalla Corte. Egli afferma che l'operatività della clausola sarebbe da ritenersi limitata alle sole ipotesi di alterità soggettiva e giuridica tra acquirente e venditore mentre, nel caso sottoposto alla valutazione dei giudici, i *continuing members* sono contestualmente acquirenti e venditori; e tanto sarebbe valso a sospendere l'applicazione della disposizione statutaria oggetto di impugnazione. Da qui infatti la conseguenza, sempre nell'interpretazione proposta dal ricorrente, che l'art. 7 non può essere utilizzato per salvare la decisione della maggioranza in quanto WSL non è da considerarsi un terzo acquirente estraneo, quanto piuttosto uno schermo societario dolosamente creato per celare i soci maggioritari. Orbene, la *High Court of Appeal* concorda nel sostenere l'impossibilità di qualificare WSL come un soggetto estraneo alla maggioranza, ciononostante ritiene che la ricostruzione dell'art. 7 proposta dal ricorrente è contraria al significato proprio della disposizione, e così ne afferma la validità anche nell'ipotesi in cui la maggioranza sociale e il terzo acquirente siano dei soggetti sostanzialmente coincidenti.

Analizzando il tenore letterale dell'articolo si evince infatti che è espressamente contemplata l'eventualità in cui la parte dei soci che partecipino alla vendita siano contestualmente alienanti nonché promittenti acquirenti. Per di più, nel caso in cui si presenti detta sovrapposizione, è espressamente prevista l'applicazione di un

meccanismo di approvazione più gravoso, congegnato precipuamente al fine di scongiurare ogni possibile abuso in danno della minoranza. In tale evenienza le parti hanno infatti pattuito e inserito nello statuto la necessità che anche i 2/3 dei soci (di minoranza) in origine non partecipanti alla vendita esprimano il loro consenso affinché il trascinarsi sia validamente esercitato²²².

Si osserva quindi un irrobustimento delle tutele riconosciute alla minoranza nel caso in cui vi sia quantomeno una parziale coincidenza tra acquirente e venditore; contestualmente però non viene svilita l'operatività della clausola²²³.

La possibilità che il *drag along* possa essere, sia pure in via potenziale, lesivo per una parte dei soci di minoranza è peraltro riconosciuta ed accettata dalla Corte stessa e tuttavia questo effetto, certamente in qualche misura nocivo, a parere dei giudici non può valere ad escludere finanche la libertà delle parti nel ricorrere a tale patto di trascinarsi.

Aggiunge poi il collegio di non essere stato in grado di individuare argomentazioni sufficienti ad escludere che le parti firmatarie - come suggerito dalle argomentazioni dei resistenti - abbiano inteso escludere un ulteriore scopo del *drag along*, ossia la prevenzione dei comportamenti ostruzionistici della minoranza²²⁴.

Per la verità anzi, a parere di chi scrive, la possibilità che la maggioranza sociale disponga di uno strumento di reazione facilmente azionabile nei confronti delle richieste, talora pretestuose,

²²² Per meglio chiarire le modalità operative di questa formulazione del *drag along* si immagini una bipartizione all'interno della compagine sociale. Si avranno i Soci A, ossia coloro i quali si identificano con i venditori e che esercitano il trascinarsi, e i soci B che in origine non partecipano alla vendita. Affinché il trascinarsi esercitato dai Soci A sia considerato valido dovrà essere approvato dal 50% + 1 dei soci B.

²²³ A parere di chi scrive il meccanismo sembra essere concettualmente vicino alla procedura di cd. *whitewash*, ossia la *best practice*, ora parte integrante del regolamento Consob, che affida alla minoranza sociale l'approvazione definitiva di un'operazione con parti correlate.

²²⁴ Tra le quali si ricorda esser presente anche il ricorrente.

della minoranza risulta essere proprio una delle funzioni principali della clausola, la cui negazione varrebbe a svilirne l'operatività forse al punto di rendere tale pattuizione quale lettera morta.

Una volta ammesso che la disciplina dell'articolo 7 dello *Shareholders' Agreement*, e soprattutto degli articoli 36 e 38 dello statuto già permettevano che il socio minoritario venisse trascinato nella vendita, è giocoforza riconoscere l'ininfluenza della modifica rispetto agli assetti interni che si sarebbero potuti creare in ipotesi di vendita totalitaria. Invero, indipendentemente dalla modifica, la maggioranza dei soci, anche in qualità di acquirenti, aveva - ed a maggior ragione conserva alla luce della modifica stessa - la facoltà di trascinare forzosamente la totalità delle azioni della minoranza (a patto che l'acquisizione venisse approvata dai 2/3 della minoranza stessa).

Infine, la *High Court of Appeal* sancisce i principi che devono orientare la materia oggetto della controversia. In specie questi principi possono essere così sintetizzabili.

- L'esercizio del potere di modifica dello statuto è implicitamente limitato dallo scopo (*purpose*) del potere stesso poiché, in assenza di esplicita disposizione, non si può ritenere che i firmatari abbiano attribuito alla maggioranza il potere illimitato di vincolare la minoranza²²⁵.
- Le modifiche sono valide se il potere è esercitato in buona fede nell'interesse della società²²⁶.
- La valutazione circa l'effettivo perseguimento dell'interesse sociale è effettuata dagli azionisti e non dal giudice, sempreché il giudizio di ipotetico *reasonable man* ritenga l'agire dei soci potenzialmente idoneo a tutelare detto interesse²²⁷.

²²⁵ Allen v Gold Reefs of West Africa, (1900), 1 *Ch.*, 656.

²²⁶ Sidebottom v Kershaw Leese and Co. Ltd., (1920), 1 *Ch.*, 154.

²²⁷ Shuttleworth v Cox, (1927), 2 *KB*, 9; Peters' American Delicacy Co v Heath (1939), 61 *CLR*, 457.

- Gli errori di fatto o la mancanza di comprensione che viciano le opinioni soggettive dei soci non valgono a rendere viziata la modifica se questa è sorretta dalla buona fede dei soci nel perseguire l'interesse sociale²²⁸.
- La semplice circostanza che la modifica statutaria comporti, tra gli altri suoi effetti, benefici per alcuni azionisti e arrechi danno esclusivamente ad altri non costituisce di per sé motivo di invalidità²²⁹.
- La modifica statutaria è valida anche se diretta ad attribuire direttamente dei vantaggi alla compagine sociale e non alla società quale soggetto giuridico distinto, sempreché l'emendamento non costituisca un abuso in danno della minoranza, o il potere di modifica non sia esercitato in eccesso rispetto agli scopi per il quale era stato previsto²³⁰.
- Infine, l'onere della prova grava su chi contesta la validità della modifica²³¹.

In definitiva, allora, la *High Court of Appeal*, conferma l'esito del giudizio di primo grado e ritiene che i cambiamenti apportati allo statuto siano da considerarsi un esercizio tecnico per riallineare il suo contenuto al disposto del patto parasociale, nonché per tutelare e perseguire l'interesse sociale di rendere la Società "vendibile" attraverso l'adeguamento alle richieste contenute nell'offerta presentata da WSL.

La Corte statuisce che il nuovo articolato statutario rende il trascinarsi più semplice e che ciò può anche risolversi in qualche profilo di svantaggio (e forse di lesione) per il socio minoritario. Tuttavia la circostanza che gli amministratori agiscano, attraverso il

²²⁸ Peters' Delicacy.

²²⁹ Sidebottom v Kershaw Leese; Shuttleworth; Peters' Delicacy; Citco Banking Corp NV v Pusser's Ltd, (2007), *UKPC*, 13.

²³⁰ Peters' Delicacy; Assenagon Asset Management SA v Irish Bank Resolution Corp Ltd, (2012), *EWHC, Ch*, 2090.

²³¹ Citco; Peters' Delicacy.

meccanismo di trascinamento, per conto del socio di minoranza in relazione alla vendita della partecipazione sociale del medesimo non è in grado di viziare la innovazione statutaria poiché, nel caso specifico, alla minoranza era riconosciuta la possibilità di congelare l'operatività del trascinamento in virtù della più volte ricordata previsione della necessità del consenso alla vendita da parte della maggioranza dei $\frac{2}{3}$ dei soci non partecipanti (di minoranza, appunto).

CAPITOLO III

LE CLAUSOLE DI CO-VENDITA NELL'ORDINAMENTO ITALIANO.

SOMMARIO: 1. Applicazione delle norme generali sui contratti. – 1.1. Arbitraggio di parte. – 1.2. La questione dell'applicabilità dell'art. 2341-*bis* in tema di patti parasociali. – 2. Struttura e natura giuridica delle clausole di co-vendita. – 2.1. Mandato ad alienare e *drag along*. – 2.2. Contratto preliminare unilaterale e *drag along*. – 2.3. Contratto di opzione e *drag along*. – 2.4. Promessa del fatto del terzo e *tag along*. – 3. Profili relativi alla collocazione statutaria dei patti di co-vendita. – 3.1 Modalità di introduzione delle clausole di co-vendita. – 3.2 Equa valorizzazione delle azioni trascinate.

1. Applicazione delle norme generali sui contratti.

Con specifico riguardo alla materia societaria, le pattuizioni di co-vendita sono dirette a regolare i rapporti e gli interessi dei soci attraverso la previsione espressa delle modalità di alienazione delle partecipazioni. Ciò comporta che i soci, quanto alla collocazione delle loro pattuizioni, hanno la possibilità di scegliere, alternativamente, tra la definizione di un apposito patto parasociale ovvero l'inserimento nell'articolato statutario. Pur confermando sin da ora l'ammissibilità di entrambe le scelte, non deve essere taciuta la circostanza che la differente sistemazione comporta conseguenze in grado di incidere sull'intesa pattizia tanto sul piano dei suoi requisiti di validità, quanto su quello degli effetti da essa prodotti.

In ragione di tali differenze, è sicuramente più corretta una considerazione delle pattuizioni di co-vendita che tenga distinti i tratti

generali della disciplina extra-sociale da quelli peculiari che si connettono all'eventuale scelta della sede statutaria.

In prima battuta, è dato rilevare che le pattuizioni aventi ad oggetto la vendita congiunta di partecipazioni azionarie non conoscono un'espressa disciplina legale, eccettuata una disposizione settoriale in tema di *equity crowdfunding* contemplata dal regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line²³². Sebbene la norma si limiti a prevedere un generico diritto di co-vendita a beneficio dei soci non di controllo, senza che ne sia tratteggiato effettivamente il contenuto o l'estensione, è interessante notare come il legislatore abbia considerato la co-vendita quale alternativa al diritto di recesso. Invero, qualora il socio di *start-up* innovativa sia coinvolto in una operazione che comporta il mutamento del gruppo di controllo nella società partecipata, la disposizione citata gli attribuisce la facoltà di accodarsi alla vendita dei soci controllanti²³³. Parrebbe quindi corretto affermare che, in virtù di tale implicita correlazione, il legislatore affidi allo strumento della co-vendita il compito di fungere da presidio a tutela delle minoranze assembleari toccate dai cambi di controllo della società.

²³² Il riferimento normativo è all'art. 24 del regolamento Consob (delibera n. 18592 del 26 giugno 2013) il quale prevede che le cc.dd. *start-up* innovative possano ricorrere al *crowdfunding* esclusivamente qualora il loro statuto preveda “*il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi, in favore di investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie (...) che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite il portale*”.

²³³ C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, 71 ss., specialm. 73, secondo l'Autore “*la riforma ha dedicato particolare attenzione al punto (la funzione di tutela svolta dal potere di exit, ndr) e, in considerazione anche e soprattutto delle concrete possibilità di exit offerte dal mercato, ha diversamente graduato e modellato le tecniche utilizzabili a tal fine: il recesso e l'alienazione delle partecipazioni. Tecniche in un certo modo alternative e che costituiscono, se si vuol porre l'accento sugli aspetti finanziari della vicenda, due differenti soluzioni per liquidare il proprio investimento nella società*”. Si noti quindi che già nell'immediatezza della riforma la dottrina era già consapevole del binomio esistente tra diritto di recesso e possibilità di alienare la partecipazione; quest'ultima costituita, nell'analisi qui svolta, dai diritti di co-vendita.

Inoltre non può esser taciuta la circostanza che, almeno concettualmente, sussiste una vicinanza tra il diritto di recesso e la clausola di co-vendita così strutturata.²³⁴ In questo senso, infatti, entrambe le fattispecie si pongono come obiettivo un efficiente disinvestimento della partecipazione, quantomeno per il socio beneficiario del diritto.

Eccettuata la disposizione ora riportata, il legislatore non ha inteso fornire una disciplina analitica delle pattuizioni di co-vendita. In assenza di una definizione legale, dunque, le pattuizioni in esame sono necessariamente da inquadrarsi nell'alveo dei contratti atipici in ordine ai quali, com'è noto, vige il principio di libertà delle parti in ordine alla migliore regolamentazione dei loro interessi, purché questi ultimi siano meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico (art. 1322 c.c.)²³⁵.

Acquisito il dato della natura atipica, il problema fondamentale consiste nello stabilire, da un lato se le clausole di co-vendita siano idonee a superare il giudizio di meritevolezza in ordine agli interessi che mirano a regolare, dall'altro se esse ricadano nell'alveo degli articoli 2341-*bis* e 2341-*ter* c.c. in tema di patti parasociali.

²³⁴ La formulazione espressa dall'art. 24 del Regolamento Consob può essere ricondotta senza timore di smentita all'alveo dei patti di accodamento (*tag along*). La norma, peraltro, nulla dispone in merito alla diversa ipotesi dei patti di trascinarsi (*drag along*).

²³⁵ L'ampiezza e il contenuto del giudizio di meritevolezza, nonché il concetto stesso di meritevolezza ai sensi dell'art. 1322 c.c. sono indubbiamente temi sui quali la dottrina privatistica si è lungamente soffermata. Pur non essendo questa la sede per un esaustivo approfondimento è d'obbligo richiamare l'interpretazione tradizionale di E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1960, 246 ss. Secondo l'Autore la meritevolezza di un contratto innominato si traduce nel suo fungere da mezzo per raggiungere un'utilità economica - sociale per la collettività. Successivamente si è venuta abbandonando la concezione tradizionale; in particolare, muovendo da una dimensione più vicina alle istanze economiche del singolo, la causa del contratto, e di conseguenza anche la meritevolezza, si è identificata nella "funzione economico-individuale" del negozio. G.B. Ferri, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1965, 156.

Per una ricostruzione delle molteplici letture compiute da giurisprudenza e dottrina, con riguardo alla disciplina del Codice Civile del '42, si consulti A.M. GAROFALO, *La causa del contratto tra meritevolezza degli interessi ed equilibrio dello scambio*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, 573 ss.

In relazione al primo degli aspetti testé individuati si può affermare che, tanto la clausola di *drag along* quanto quella di *tag along*, sono utilizzate quali strumenti per determinare *ex ante* le modalità di disinvestimento delle partecipazioni azionarie al fine di assicurare la massimizzazione del profitto retraibile dall'investimento²³⁶. Indipendentemente dal suo atteggiarsi quale patto di trascinamento ovvero quale patto di accodamento, è innegabile che la clausola di co-vendita sia funzionale al raggiungimento della menzionata finalità. La differenza sussiste non tanto in merito al fine - appunto l'ottimizzazione dell'*exit* - quanto piuttosto in ordine alle modalità con le quali quest'ultimo viene in concreto perseguito. Così, mentre il patto di trascinamento riconosce al socio di maggioranza la facoltà di obbligare il socio di minoranza a vendere, all'opposto il patto di accodamento attribuisce al socio minoritario il diritto di seguire la vendita principale del socio di maggioranza. In entrambe le ipotesi, come osservato, il meccanismo di co-vendita tende a raggiungere il massimo grado di efficienza dell'alienazione delle partecipazioni azionarie.

Orbene, non sembrano poter essere individuate delle valide ragioni per poter affermare che quest'obiettivo si ponga in contrasto con il concetto di meritevolezza dell'ordinamento giuridico.

Si aggiunga poi che, nel caso di specie, l'eventuale non meritevolezza verrebbe a palesarsi solo nel momento operativo della pattuizione attraverso un comportamento sleale di uno dei contraenti²³⁷. In altre

²³⁶ Tale fine, congiuntamente con la possibilità di sterilizzare i comportamenti ostruzionistici della restante parte della compagine sociale, è difatti il tratto peculiare sia delle clausole di *drag along* che di quelle di *tag along*. A. STABILINI - N. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 964 ss.

²³⁷ L'esito positivo del giudizio della meritevolezza è ulteriormente motivato se si considera l'interpretazione sostanzialmente abrogativa che autorevole dottrina ha proposto in relazione all'art. 1322 c.c., concludendo per una sovrapposizione del concetto di meritevolezza con quello di liceità *ex* 1343 c.c.; R. SACCO - G. DE NOVA, *Obbligazioni e contratti*, II, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto*

parole, un ipotetico profilo di non meritevolezza dell'interesse non potrebbe certo ravvisarsi in relazione al momento genetico della fattispecie, sicché esso è da ritenersi irrilevante fino al momento, successivo ed eventuale, nel quale dovesse manifestarsi.

In definitiva, non è dato stabilire *ex ante* se, al tempo della stipulazione, una delle parti avesse l'intenzione, ad esempio, di "espropriare" un socio delle sue azioni. La suesposta considerazione porta ad affermare che la sanzione della nullità è da ritenersi sproporzionata al fine di neutralizzare gli effetti di un negozio astrattamente sorretto da finalità di utilità sia sociale che individuale e che, solo in un futuro ipotetico, potrebbe risolversi nella lesione di un interesse riconducibile ad una delle parti contraenti.

Infine, quasi ad implicita riconferma della meritevolezza dei negozi di co-vendita, si deve sottolineare che il legislatore della novella del 2003 ha riconosciuto un ruolo centrale al fenomeno del disinvestimento, preoccupandosi di garantire che il socio abbia sempre la possibilità di dismettere la propria partecipazione²³⁸. Sarebbe quindi contrario alla *ratio* delle scelte compiute dal legislatore propendere per l'assoluta non meritevolezza delle pattuizioni dirette a disciplinare i rapporti intercorrenti tra i soci nell'occasione della vendita delle azioni (*i.e.* il disinvestimento). In altri termini, l'affermazione della meritevolezza dei patti in esame è conclusione dovuta se non si vuole incappare nel rischio di contrastare l'assetto normativo risultante dalla Riforma²³⁹.

privato, Torino, 1986, 337 ss.; e più recentemente, V. ROPPO, *Il contratto*, in G. IUDICA - P. ZATTI, (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Milano, 2001, 424 ss.

²³⁸ In tal senso si richiama a titolo esemplificativo l'art. 2347 c.c. che ammette in ogni caso il recesso unilaterale del socio di società per azioni contratta a tempo indeterminato.

²³⁹ Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 9 ss.

1.1 Arbitraggio di parte

Una volta superata la questione preliminare dell'ammissibilità astratta dei patti di co-vendita azionari alla luce della loro idoneità a realizzare interessi meritevoli di tutela, si può affermare che gli stessi ricadono senza dubbio nell'alveo del Titolo II, Libro IV del Codice Civile, ossia nel quadro della disciplina generale sui contratti. Tuttavia, prima di procedere nell'analisi diretta a individuare quale sia la fattispecie codicistica che meglio si erge a modello interpretativo per le pattuizioni in esame, si rende necessario risolvere un'ulteriore questione preliminare potenzialmente in grado di provocare l'illiceità in concreto del patto di trascinamento. È opportuno sottolineare che la tematica interessa principalmente il negozio di *drag along* poiché questo è foriero di conseguenze peculiari - potenzialmente assai deteriori rispetto al *tag along* - proprio perché determina una situazione di soggezione in capo al socio minoritario.

Come si avrà modo di dimostrare più avanti, il patto di trascinamento è da inquadrarsi alternativamente nelle fattispecie del contratto preliminare unilaterale o, preferibilmente, del patto di opzione. Entrambe le categorie comportano che alcuni degli elementi essenziali del contratto siano individuati in un periodo successivo rispetto al momento genetico del vincolo obbligatorio; nel caso di specie si tratterà del terzo beneficiario del trasferimento e del prezzo pattuito per la vendita.

La problematica si sostanzia nella figura del cd. "arbitraggio di parte", ossia quella situazione negoziale ove uno o più requisiti essenziali del contratto viene ad essere determinato unilateralmente da uno dei contraenti e non, *ex art.* 1349 c.c, dal terzo²⁴⁰.

²⁴⁰ Sul tema la dottrina più risalente era giunta a negare la liceità di tale fattispecie, D. RUBINO, *La compravendita*, in *Trattato di diritto civile commerciale*, Milano, 1962, 253. Successivamente l'orientamento prevalente ha assunto un atteggiamento di maggiore apertura. C.M. BIANCA, *Il contratto*, in *Diritto civile*, III, Milano, 2000,

Ora, con riguardo al primo profilo non sussistono dubbi circa la possibilità che l'acquirente venga identificato in un tempo successivo ad opera del solo socio alienante, questo in ragione del fatto che la sua scelta risulta essere indifferente agli effetti che si producono in ordine alla posizione del socio trascinato²⁴¹.

Sorgono invece maggiori dubbi circa la determinabilità estrinseca del prezzo al quale il socio trascinato si è obbligato a vendere in futuro. Difatti, se è vero che il disposto dell'art. 1346 c.c. in tema di *determinabilità* dell'oggetto trova applicazione anche al corrispettivo per la vendita, è altrettanto corretto osservare che nel patto di trascinamento la specificazione del prezzo non dipende da parametri predeterminati al momento del perfezionamento del contratto in funzione della successiva determinazione, bensì discende da un atto volontario del socio maggioritario che si connette alla contrattazione dal medesimo condotta con il promittente acquirente. Segnatamente le perplessità in ordine all'ammissibilità della figura dell'arbitraggio di parte sono indotte dal timore che la parte (contrattuale) chiamata a stabilire il prezzo profitti della situazione in danno della controparte così provocando un eccessivo squilibrio tra le prestazioni.

Tuttavia, è stato correttamente osservato che il semplice rischio che una parte risulti pregiudicata dalla determinazione unilaterale non è ragione da sola sufficiente ad escludere in assoluto un limitato potere di determinazione di una delle parti²⁴². Inoltre, nel patto di trascinamento, l'eterodeterminazione del prezzo risulta essere più

338 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, in G. IUDICA - P. ZATTI, (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Milano, 2001, 356 ss.; A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, 2005 135 ss.; E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, in P. RESCIGNO - E. GABRIELLI (diretto da), *Trattato dei contratti*, I, Torino, 2006, 861 ss.

²⁴¹ Si potrebbe ipotizzare una situazione in cui il socio trascinate si accordi dolosamente con un terzo imprenditore, concorrente del solo socio trascinato, al fine di provocargli un danno. Tuttavia un'ipotesi del genere esula dallo specifico problema dell'arbitraggio di parte, in quanto già adeguatamente tutelata dall'ordinamento.

²⁴² C.M. BIANCA, *Il contratto*, cit., 338.

sfumata, tanto che attenta dottrina ha rilevato che “*si potrebbe quindi parlare, anziché di arbitraggio di parte (“puro”), di arbitraggio “misto” ed “indiretto”*”²⁴³. È stato rilevato, infatti, che nell’ipotesi qui esaminata il trascinamento non dipende dal mero arbitrio di uno dei contraenti, quanto piuttosto discende da un atto distinto, autonomo (*i.e.* la vendita tra socio trascicante e terzo acquirente), che, sebbene non direttamente finalizzato alla determinazione del corrispettivo, lo individua *per relationem*. A ben vedere, il socio trascicante è sì parte dell’atto che stabilisce il prezzo, ma, in primo luogo, necessita della collaborazione del terzo acquirente e, sopra tutto, è portatore di un interesse coincidente con quello del socio trascinato. In altri termini, il trascicante mira sicuramente alla massimizzazione del prezzo di vendita nella contrattazione con il terzo, e in ciò persegue un obiettivo che è il medesimo di quello del socio trascinato.

Nella situazione così delineata risulta evidente che il patto di *drag along* riesce a vincere le resistenze che si frappongono al riconoscimento in ordine alla validità della figura dell’arbitraggio. A ben vedere, allora, l’unica criticità che residua attiene al comportamento sleale, e pertanto patologico, di una delle parti. Trattasi principalmente dell’ipotesi in cui il socio di maggioranza dolosamente si accordi con l’acquirente per pattuire un prezzo irrisorio, a fronte di vantaggi esterni alla vendita delle partecipazioni o, comunque, non riferibili anche al socio di minoranza²⁴⁴. Al riguardo, oltre ai tipici rimedi giudiziali, una soluzione potrebbe essere costituita dalla previsione di un prezzo minimo (*cd. floor*

²⁴³ L. BALLERINI, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, in *Contratto e impresa*, 2014, 1470.

²⁴⁴ Si pensi all’ipotesi in cui il socio venditore sia disposto ad accettare un prezzo estremamente basso, perché si è inteso con l’acquirente circa uno sconto relativo ad un’altra operazione, estranea al socio minoritario.

price) al di sotto del quale l'operatività della pattuizione sarebbe congelata²⁴⁵.

In ogni caso, richiamato quanto fin qui rilevato in relazione al positivo giudizio di meritevolezza, va per ora fissato il punto che l'astratta possibilità di un accordo che possa eventualmente risolversi nel senso di rendere più gravosa la posizione di uno dei contraenti, non è elemento sufficiente a negarne *in nuce* la sua ammissibilità. Piuttosto, occorrerà procedere a una valutazione in concreto delle conseguenze derivanti dai comportamenti fraudolenti delle parti.

1.2 La questione dell'applicabilità dell'articolo 2341-bis in tema di patti parasociali.

I patti parasociali costituiscono accordi distinti dal contratto sociale diretti a regolare i diritti, gli obblighi e, in linea di prima approssimazione, i rapporti afferenti alla società²⁴⁶. Si tratta dunque di convenzioni dirette a specificare ulteriormente le norme dello statuto nonché l'assetto degli interessi ivi contenuto. Indubbia appare quindi la sussistenza di un collegamento negoziale tra il contratto sociale e quello parasociale. Sotto il profilo strettamente soggettivo, quest'ultimo vede principalmente come firmatari i soci, anche se non

²⁴⁵ Propende per tale rimedio preventivo L. FABBRINI, *Validità delle clausole di drag-along*, cit., 1036. In giurisprudenza la tematica del prezzo minimo è stata brevemente esaminata dal Tribunale di Milano, Ord. 31 marzo 2008, in *Le Società*, 2008, 1374 ss.; tuttavia, come si avrà modo di verificare, in questo provvedimento i giudici ritengono che questa soluzione possa sì essere efficace, ma andrebbe comunque inclusa nella più ampia tematica concernente la necessaria previsione di un meccanismo di equa valorizzazione della partecipazione a favore del socio trascinato.

²⁴⁶ Per un inquadramento generale della fattispecie si consulti G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, II, Torino, 2012, 52 ss.; G. OPPO, *I contratti parasociali*, Milano, 1942; G. SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985; A. PAVONE LA ROSA, *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 2004, 5 ss.

Segnatamente, G.A. RESCIO, *La disciplina dei patti parasociali dopo la legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2002, 841 ss. sottolinea come anche il contratto di natura parasociale sia soggetto al generale controllo di meritevolezza ex art. 1322 c.c.

può essere esclusa aprioristicamente la possibilità che anche la società stessa, o addirittura un terzo, ne risultino parte²⁴⁷. Infine, proprio in virtù della natura spiccatamente contrattuale, i patti parasociali hanno efficacia obbligatoria, sicché la convenzione produce effetti esclusivamente nei confronti dei suoi firmatari e non risulta opponibile in alcun modo né alla società né tantomeno ai terzi estranei all'accordo²⁴⁸.

Per quanto qui interessa, l'analisi si deve muovere nel senso di verificare se e in che misura la stringata disciplina in tema di patti parasociali, introdotta con il d.lgs. n. 6 del 2003, sia applicabile agli accordi di co-vendita parasociali. Certo è che, fino all'entrata in vigore della novella, la materia era sostanzialmente lasciata nella libera disponibilità dei privati in assenza, appunto, di oneri formali o sostanziali ulteriori rispetto alla disciplina del Codice Civile in tema di contratti in generale.

Per vero, anche l'intervento del legislatore del 2003 è stato assai lieve. Invero, gli articoli 2341-*bis* e 2341-*ter* c.c. si occupano esclusivamente di individuare taluni limiti temporali e obblighi pubblicitari, senza però esplicitare alcuna nozione generale della fattispecie²⁴⁹. Ad oggi quindi, ad esser disciplinati dall'art. 2341-*bis*, sono esclusivamente i patti parasociali stipulati “*al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società*” (art. 2341-*bis*, I co.). Inoltre, ai fini della sua applicabilità, è la norma stessa a richiedere che l'oggetto del patto afferisca, alternativamente o cumulativamente

²⁴⁷ Così Cass. 18 luglio 2007, n. 15963, in *Foro it.*, 2009, 2195 ss.; e anche in *Giur. it.*, 2007, 2754 ss. annotata da G. COTTINO.

²⁴⁸ Sul punto è esaustiva la trattazione di P. DIVIZIA, *Circolazione della partecipazione sociale e limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Riv. not.*, 2012, 462 ss.

²⁴⁹ Si veda, ad esempio, G.A. RESCIO, *I patti parasociali*, in *Riv. Not.* 2002, 319. Secondo la visione dell'Autore la legge delega conteneva una “*soglia minima di intervento*” per uniformare il regime pubblicitario e temporale dei patti delle società non quotate a quello previsto per le quotate. Nei fatti il legislatore delegato ha esercitato i poteri normativi con la minima intensità possibile, limitandosi a disciplinare esclusivamente questi due aspetti.

(i) all'esercizio del diritto di voto; (ii) ai limiti al trasferimento delle azioni della società; (iii) all'esercizio di un'influenza dominante sulla gestione della società.

Qualora il patto parasociale abbia ad oggetto una o più delle materie suesposte, allora la sua durata massima, ancorché rinnovabile a scadenza, sarà quinquennale (una durata eventualmente superiore sarà ricondotta di diritto a tale termine); nell'ipotesi invece di patto contratto a tempo indeterminato, sarà riconosciuto ai paciscenti la possibilità di recedere previo preavviso di 180 giorni²⁵⁰.

Con riguardo ai patti di co-vendita si tratterà quindi di determinare se essi concretano delle convenzioni idonee ad assicurare gli "assetti" di governo societario, ovvero possano essere considerate quali limiti alla circolazione delle azioni. Solo qualora si rispondesse affermativamente, dovrebbe ritenersi applicabile la disciplina dell'articolo 2341-*bis*. Benché questa conclusione sia tutt'altro che pacifica, in dottrina, tre sono le principali correnti di pensiero al riguardo²⁵¹.

Vi è un primo orientamento che, sull'assunto di una valorizzazione degli oneri procedimentali dei patti di co-vendita, considera questi ultimi quali accordi in grado di aggravare il momento circolatorio della partecipazione²⁵². Proprio in virtù dell'atteggiarsi a vincolo sull'alienazione e indipendentemente dalla sua concreta formulazione, questo indirizzo interpretativo considera il patto in

²⁵⁰ La disciplina qui esposta per le società non quotate ricalca quella prevista dagli articoli 122 e 123 del d.lgs. n. 58 del 1998 ("t.u.f.") per le società con azioni quotate sui mercati regolamentati. A tal riguardo, oltre alla riduzione al triennio del limite temporale, la differenza più rilevante è costituita dalla diversa sanzione per il mancato rispetto della normativa, qui individuato nella nullità assoluta del patto, rispetto all'impugnabilità della delibera adottata in violazione degli artt.2341-*bis* e 2341-*ter*.

²⁵¹ L. BALLERINI, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, cit., 1478.

²⁵² M. MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 433; M. DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, 1073.

esame sempre in grado di cristallizzare, anche solo indirettamente, gli assetti societari; di qui la sua necessaria riconduzione alla disciplina oggetto della presente analisi²⁵³.

Sul versante opposto vi è chi ritiene che tali accordi non si risolvono in nessun caso in un limite alla circolazione poiché si traducono in un mero onere procedimentale, per sua stessa natura inidoneo a limitare il potere di disposizione dello stipulante²⁵⁴.

Il terzo ed ultimo filone interpretativo si colloca in posizione, per così dire, mediana²⁵⁵. In specie, secondo questa dottrina non è corretto propendere *ex ante* verso una delle due soluzioni testé esposte, giacché una risposta classificatoria si potrà ottenere solo mediante un esame concreto della ampia e diversificata casistica. Ad esempio, potrà aversi il caso di un patto di trascinamento formulato come un divieto assoluto di alienazione ed in forza del quale l'obbligato si vincola a non alienare la propria partecipazione finché lo stipulante non ritenga opportuno procedere alla vendita; in tale ipotesi la norma dell'articolo 2341-*bis* sarà necessariamente operativa, poiché l'obbligato si vedrà sottratta la possibilità di disporre liberamente della propria quota.

Diversamente, a seguito della stipulazione del patto potrà verificarsi una situazione in cui entrambi i paciscenti siano liberi di determinarsi nel senso del trasferimento salvo che, e fino al momento in cui, lo stipulante non decida autonomamente di attivare il meccanismo di trascinamento. In questa circostanza la fattispecie andrebbe sottratta al limite quinquennale disposto dall'articolo 2341-*bis*. Difatti, in linea di principio nulla vieta al socio soggetto al trascinamento di alienare

²⁵³ E. MACRÌ, *Patto parasociale di prelazione e di covendita e denuntiatio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 103 ss.; V. DONATIVI, *sub art. 2341-bis c.c.*, in G. NICCOLINI - A. STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, I, Napoli, 2004, 167 ss.

²⁵⁴ P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 45 e *passim*; E. MALIMPENSA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 663 ss.

²⁵⁵ C. D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, cit., 388 ss.

le proprie azioni in un momento precedente rispetto alla vendita del socio stipulante.

Tra le letture proposte dalla dottrina, quella che meglio risponde alle istanze di tutela del principio di libera circolazione pare essere proprio quella intermedia²⁵⁶. Essa infatti appare in grado di fornire adeguata protezione al socio debole in quanto soggetto ad un vincolo contrattuale potenzialmente assai gravoso. Questa interpretazione appare infatti idonea sia a garantire la possibilità di smobilizzo *medio tempore* della partecipazione, sia ad assicurare gli interessi del socio di maggioranza circa l'alienazione congiunta ed efficiente dell'intero pacchetto azionario.

Ciononostante, occorre ricordare che la norma dell'art. 2341 *bis* c.c. contempla una duplice condizione di applicabilità; l'una riguardante l'oggetto del patto (*i.e.* la configurabilità del patto come limite alla circolazione delle azioni), l'altra afferente alle finalità perseguite mediante la convenzione (*i.e.* l'obiettivo di stabilizzare il governo o gli assetti proprietari della società)²⁵⁷. In proposito, non può tacersi che l'ultimo tra gli orientamenti poc'anzi esposti, nell'intento di apprestare il più alto grado di tutela al contraente ritenuto debole, sembra non valorizzare sufficientemente l'elemento teleologico della fattispecie, limitandosi a verificare la configurabilità in concreto di un limite alla circolazione.

In realtà, le clausole di co-vendita si propongono nella prassi commerciale quali strumenti volti a regolare le modalità di *exit*, e quindi, piuttosto che facilitare la conservazione degli equilibri

²⁵⁶ Cfr. C. D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita"* (tag along e drag along), cit., 388 ss.

²⁵⁷ In tal senso, F. GALGANO - R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, I, Padova, 2006, 132 ss.

societari, sono strumento volto a rendere più semplice l'alienazione della partecipazione²⁵⁸.

In altre parole, l'interesse a definire preventivamente - e, in punto di fatto, a monetizzare - le procedure di vendita delle partecipazioni parrebbe porsi ontologicamente in contrasto con le prerogative richieste dall'articolo 2341-*bis*.

In senso contrario, con riguardo al patto limitativo della circolazione (cd. sindacato di blocco), è stato rilevato che esso è orientato a proteggere le prerogative dei soci che intendono mantenere la proprietà delle rispettive partecipazioni. Segnatamente, l'accordo limitativo del trasferimento opera nell'evenienza in cui uno o più soci intendano alienare le proprie azioni a favore di un soggetto non in possesso delle medesime qualità (economiche, finanziarie, manageriali *etc.*) dell'alienante²⁵⁹.

A ben vedere però la posizione testé ricordata non sembra cogliere nel segno giacché la disciplina dell'articolo 2341-*bis* non risulta applicabile alle clausole di co-vendita qui in esame.

L'esclusione dall'alveo di operatività di quest'ultima disposizione non deve infatti trovare il suo fondamento nella, invero assai controversa, riconducibilità dei patti di co-vendita alla nozione di "limitazione alla circolazione delle azioni". Piuttosto essa deve essere argomentata muovendo da una considerazione differente e, peraltro, maggiormente condivisa. Si tratta, appunto, della mancanza nei patti di co-vendita dell'elemento teleologico richiesto dalla fattispecie legale.

In sostanza, allora, proprio perché non risulta possibile affermare che i patti di *drag along* e *tag along* sono finalizzati alla cristallizzazione del gruppo di controllo societario, parallelamente bisogna ritenere

²⁵⁸ In questo senso, *ex aliis* E. MALIMPENSA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, cit., 660.

²⁵⁹ D. PROVERBIO, *I patti parasociali. Disciplina, prassi e modelli contrattuali*. Milano, 2010, 69 s.

che ad essi non sia applicabile il termine quinquennale di durata previsto dall'articolo 2341-*bis*.

2. Struttura e natura giuridica delle clausole di co-vendita.

L'individuazione della categoria contrattuale che meglio si attaglia alle clausole di *drag along* e *tag along* è operazione assai complessa. Si tratta infatti di qualificare una fattispecie contrattuale il cui tratto caratteristico, lungi dall'essere individuabile in una specifica formulazione, è piuttosto costituito dall'omogeneità degli effetti concretamente perseguiti dalle parti contraenti.

In altri termini, ferma l'assenza di una disciplina legale, gli operatori commerciali hanno adottato le più disparate enunciazioni concrete, per raggiungere sempre il medesimo scopo, ossia assicurare un disinvestimento efficiente attraverso la vendita congiunta delle partecipazioni sociali. A cagione, appunto, della mancanza di un modello tipologico che possa fungere da riferimento, sorge il rischio concreto che il giurista interprete sia sospinto verso un'inconsapevole concettualizzazione della fattispecie, volta esclusivamente al soddisfacimento di istanze di carattere dogmatico²⁶⁰. Tuttavia, detto timore non può esimere lo studioso dal confrontare la fattispecie in esame con gli schemi forniti dal legislatore in relazione a figure in qualche misura analoghe. Inoltre, come attentamente osservato in dottrina, lo studio della materia non deve essere necessariamente

²⁶⁰ L'analisi contrattualistica delle pattuizioni di co-vendita societaria è ritenuta superflua da parte della dottrina. Tale asserzione è affermata sull'assunto che il nodo della questione è assicurare la produzione degli effetti ricercati dai contraenti, indipendentemente dal modello di riferimento; in realtà è innegabile l'esistenza di un legame tra una o un'altra particolare fattispecie e gli effetti da essa conseguenti. Si esprimono in tal senso G. BARALIS, *Le parti. Problemi generali e casistica*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 165; G. AGRUSTI, *Le clausole di drag along e tag along*, in *Amm. e finanza*, 2014, 34 ss.; sebbene non si esprima in modo non univoco, anche G. SBISÀ, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinarsi (drag along)*, cit., 636, parrebbe propendere per tale orientamento.

In particolare, M. DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, cit., 1075 osserva che l'introduzione di tali clausole nell'articolato statutario vale a conferire alla pattuizione la qualità di "regola organizzativa" della società, così sottraendola *ab origine* a qualsivoglia esame fondato sulle categorie civilistiche.

diretto ad individuare quale esatto schema negoziale si adatti ad ogni variabile del patto di co-vendita²⁶¹. Piuttosto, il risultato si potrà dire raggiunto qualora l'interprete sia riuscito a “*individuare un gruppo di strutture all'interno delle quali ha maggiore probabilità di orientarsi la scelta delle parti*”²⁶².

Bisogna altresì considerare che quanti si servono del meccanismo di vendita congiunta sono certamente operatori economici, ma ciò non significa che siano anche degli operatori giuridici. Di conseguenza, accade di frequente che le pattuizioni presentino in tutto o in parte delle lacune in ordine ad alcuni dei loro elementi fondamentali. A titolo esemplificativo, può così verificarsi che le parti non abbiano indicato i concreti vincoli d'azione cui è sottoposto il socio obbligato, ovvero non abbiano previsto la titolarità ad agire in giudizio per l'adempimento o, infine, siano assenti i criteri con cui determinare l'ammontare del risarcimento. E' chiaro, allora, che una risposta all'uno o all'altro degli interrogativi suscitati da una carente formulazione del patto possa essere raggiunta esclusivamente attraverso la riconduzione di tali accordi a uno o ad altro modello positivo.

Per individuare il nucleo essenziale della convenzione di trascinamento, si può dire che esso ben si identifica nella formula “se vendo, ti impegni a vendere con me”²⁶³. Appare evidente che la detta formulazione minimale può agevolmente essere ricompresa negli schemi giuridici più disparati e, infatti, la dottrina ha proposto molteplici letture della fattispecie.

Al riguardo, si può dire che le principali categorie di riferimento per la clausola di *drag along* sono: (i) il mandato ad alienare *in rem*

²⁶¹ E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 383.

²⁶² Così C. D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (tag along e drag along)*, cit., 380.

²⁶³ C. D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (tag along e drag along)*, cit., 379.

propriam; (ii) il contratto preliminare unilaterale; (iii) il patto di opzione.

Per quanto attiene all'accordo di *tag along*, l'esame è da ritenersi più lineare. In virtù della sua ricostruzione convenzionale in base alla quale il patto si esprime nella formula "se vendi, ti obblighi a farmi vendere con te", l'accordo di accodamento pare assimilabile alla fattispecie dell'art. 1381 c.c., ossia la promessa dell'obbligazione o del fatto del terzo²⁶⁴.

Per quanto fin qui osservato, deve restare chiaro che ogni possibile riferimento alle fattispecie legali è sempre strettamente ancorato alla formulazione concreta della convenzione di co-vendita ovvero, altrimenti detto, l'analisi dell'interprete non può mai prescindere dal concreto atteggiarsi della clausola e deve restare strettamente vincolata al tenore letterale dell'accordo.

Differente, invece, è il caso nel quale il patto parasociale - e ancor di più l'atto costitutivo o lo statuto societario - siano in uno stato ancora embrionale, in cui le parti (o i soci futuri) sono ancora occupati dalla negoziazione delle norme di co-vendita. In quest'ultimo contesto il ruolo del giurista assume un'importanza ancora maggiore poiché egli sarà chiamato a farsi interprete della volontà effettiva delle parti, così da individuare e redigere lo strumento giuridico appropriato che, nel rispetto dell'autonomia contrattuale, riesca a trovare il punto di "equilibrio fra autonomia statutaria, norme imperative uniformi e divieti condivisi"²⁶⁵.

2.1 Mandato ad alienare e *drag along*.

Parte della dottrina ha proposto una lettura dell'accordo di trascinamento tale da inquadralo in termini di negozio gestorio,

²⁶⁴ C. D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, cit., 379.

²⁶⁵ P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 24. L'Autore propone interessanti spunti di riflessione in merito alle tecniche redazionali che il notaio deve adottare in relazione alle diverse situazioni contingenti.

riferendosi in particolare alla figura del contratto di mandato (artt. 1703 ss. c.c.)²⁶⁶. Alla stregua di tale orientamento, il socio di minoranza assume la veste di mandante, conferendo l'incarico al socio di maggioranza (mandatario) di procedere alla vendita delle sue quote, a condizione che anche costui sia intenzionato ad alienare. Si noti che il contratto di mandato, così formulato, è irrevocabile, sicché la sua configurazione si specifica in termini di mandato *in rem propriam* (art. 1723, II co., c.c.). Tale figura ricorre ogni qual volta il negozio sia diretto a soddisfare un interesse aggiuntivo rispetto a quello del mandante e proprio del solo mandatario. Nel caso delle figure negoziali qui in considerazione, l'incarico ha come oggetto tanto la vendita delle azioni del mandante quanto la vendita di quelle del mandatario il quale, appunto, trae la propria convenienza dalla positiva conclusione della vendita a lui affidata²⁶⁷.

Il riferimento ai negozi gestori ha il pregio di evidenziare il ruolo attivo riconosciuto al socio di maggioranza: questi infatti è l'unico che si occupa di condurre le trattative con il potenziale acquirente. Tuttavia la ricostruzione in esame sconta dei limiti concettuali che paiono essere difficilmente superabili e che rischiano altresì di tradursi in una scarsa efficacia delle convenzioni sul piano operativo.

²⁶⁶ N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento ("drag-along")*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, 175; e, più convintamente ID., *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (Tag e Drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, cit., 71 ss.; L. ROSSANO, *La natura e la validità della clausola di drag along*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 124 ss. Trattano del mandato ad alienare, pur senza avallarne la configurabilità, E. MALIMPENSA, *Introduzione durante società di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, cit., 656; L. FABBRINI, *Validità delle clausole di drag-along*, cit., 1039 s.

Nella giurisprudenza arbitrale tale orientamento si riscontra nell'opinione dell'Arbitro Unico prof. A. MAZZONI, espressa nel lodo del 29 luglio 2008, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, 523 ss. Per la nozione di mandato, e in particolare per il mandato *in rem propriam* si consulti A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in A. CICU - F. MESSINEO (già diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, XXXII, Milano, 1984, 92 ss.

²⁶⁷ L. FABBRINI, *Validità delle clausole di drag-along*, cit., 1040.

Procedendo con ordine, vale osservare che l'accostamento al contratto di mandato comporta una inversione delle posizioni giuridiche soggettive rispetto a quelle sostanziali.

Sul piano giuridico invero, ove si faccia riferimento allo schema del mandato, il socio di maggioranza viene ad essere il debitore nei confronti del mandante della prestazione gestoria²⁶⁸. Tuttavia tale posizione passiva non trova corrispondenza sul piano fattuale. Difatti, il socio di maggioranza riveste una posizione attiva poiché egli è il beneficiario del *drag along* e a lui soltanto è riconosciuta dall'accordo la facoltà di attivare, o meno, il meccanismo di co-vendita.

Lo stesso può dirsi per la posizione del socio di minoranza in quanto, nella realtà, quest'ultimo si trova in uno stato di soggezione rispetto alla volontà di co-vendere del socio maggioritario; mentre, a voler seguire la struttura del mandato, il socio di minoranza dovrebbe assumere il ruolo di soggetto attivo del rapporto obbligatorio, in grado cioè di pretendere l'adempimento della prestazione.

Anche a prescindere dai rilievi testé formulati, si deve constatare che sovente le parti della convenzione di *drag along* non si preoccupano di esplicitare in modo chiaro e univoco l'effettiva attribuzione delle posizioni, e dei relativi poteri, propri di un negozio di natura gestoria; né tantomeno è dato rinvenire elementi che consentano di desumere il perfezionamento di un efficace contratto di mandato. In altre parole, un esame delle pattuizioni, alla stregua del loro prevalente tenore letterale, di regola non permette di affermare con certezza che una parte abbia inteso conferire all'altra l'incarico di vendere.

Al riguardo, anzi, si pone in evidenza la circostanza che non si rintraccia alcuno degli indici tipici dell'accordo gestorio e, primo tra tutti, la procura speciale a compiere l'atto traslativo. Donde proprio

²⁶⁸ L. BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, in *Contratto e impresa*, 2014, 1020.

tale assenza dovrebbe far concludere nel senso di un mandato senza rappresentanza, con la conseguenza che il socio di maggioranza (mandatario) agirebbe spendendo il proprio nome, e quindi acquistando personalmente i diritti e gli obblighi derivanti dagli atti compiuti per conto del mandante (art. 1705, I co., c.c.)²⁶⁹.

Tra le possibili soluzioni che, comunque, potrebbero essere ricomprese nella categoria dei negozi di collaborazione, si segnala infine un orientamento minoritario secondo il quale l'elemento tipico del *drag along* andrebbe identificato nella nomina - evidentemente configurata come implicita - di un rappresentante comune dei soci-contrattenti al solo scopo di procedere alla vendita²⁷⁰. La ricostruzione si fonda sull'assunto che le parti contraenti godano della libertà di riprodurre il meccanismo di rappresentanza "obbligatoria" previsto dal Codice Civile per le azioni in comproprietà²⁷¹. Ora, pur volendo riconoscere alle parti una simile prerogativa, anche tale lettura presta il fianco a critiche non dissimili da quelle esposte in merito al mandato in *rem propriam*.

Da una parte, non vi è il conforto di indici testuali enucleabili dalla formulazione dei patti in esame e, d'altronde, sarebbe ben ardua una simile eventualità se si considera che siffatti indici dovrebbero alludere a elementi di certo più sfuggenti rispetto a quelli richiesti dagli articoli 1703 c.c. e seguenti. Ciò nel senso che la presunta estensione dell'operatività dell'articolo 2347 c.c. dovrebbe supporre

²⁶⁹ Si noti quindi come i fautori di questa ricostruzione ritengano necessario, ai fini dell'effettivo funzionamento della clausola di trascinamento, la cooperazione del mandante. In questo senso, L. FABBRINI, *Validità delle clausole di drag-along*, cit., 1040.

²⁷⁰ Così, G. BARALIS, *Le parti. Problemi generali e casistica*, cit., 165. L'Autore, muovendo da una lettura estensiva dell'art. 2347, I co., c.c., ritiene che il patto di trascinamento valga a nominare un soggetto (nel caso di specie, il socio beneficiario della pattuizione) al quale devono essere riconosciuti poteri analoghi a quelli spettanti al rappresentante dei consoci per le azioni possedute in regime di comproprietà.

²⁷¹ G. BARALIS, *Le parti. Problemi generali e casistica*, cit., 165.

un'implicita pattuizione in tal senso, come tale davvero difficilmente individuabile sia pure in via indiretta.

Dall'altra parte, non si può sorvolare sulla diversità che sussiste tra le fattispecie oggetto delle convenzioni e il fenomeno regolato dalla disciplina codicistica richiamata a modello. Basti invero pensare al fatto che quest'ultimo andrebbe riferito alle partecipazioni oggetto di proprietà condivisa e troverebbe fondamento nel principio di indivisibilità dell'azione, mentre le prime risultano indubbiamente orientate a regolare la dismissione congiunta di azioni di proprietà di soggetti che tra loro sono estranei.

A questo punto, allora, nonostante le criticità già espresse in ordine alla possibilità di configurare il *drag along* quale negozio gestorio, lo schema del mandato finisce per apparire in definitiva una risposta più soddisfacente rispetto alla lettura che intravede nel patto la nomina di un rappresentante comune²⁷².

2.2 Contratto preliminare unilaterale e *drag along*.

Come si è avuta occasione di osservare, un elemento tipico del patto di trascinamento consiste nell'attribuzione di un vero e proprio diritto potestativo in capo al socio beneficiario. Detta facoltà ha ad oggetto la futura vendita della totalità delle partecipazioni sociali, così ricomprendendo anche quelle appartenenti al socio minoritario. Si nota quindi che il socio - solitamente di maggioranza - si pone dal lato attivo del rapporto obbligatorio che lo lega alla sua controparte.

Sul rilievo che la vendita non è già attuale, appunto perché le parti della clausola di co-vendita si obbligano oggi per vendere domani, parte della dottrina ha inteso ricondurre gli accordi di *drag along*

²⁷² L. BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, cit., 1020.

all'eterogenea categoria dei negozi anticipatori rispetto al compimento di successivi atti traslativi²⁷³.

In particolare, rinviando al seguito del presente lavoro la esposizione del contratto di opzione (e dei diversi effetti operativi che comporta), giova adesso svolgere l'analisi dell'altro modello che usualmente si include tra i negozi preparatori, ossia il contratto preliminare²⁷⁴.

Nella sua formulazione tipica (*i.e.* bilaterale), il contratto preliminare produce in capo a entrambi i contraenti l'obbligo di concludere il successivo contratto definitivo. Non vi è però ostacolo alcuno alla possibilità che le parti si orientino nel senso di prevedere l'unilateralità del contratto preliminare. In altre parole, il contratto in questione può ben essere costruito in modo che l'obbligo a contrarre gravi esclusivamente su una delle parti, lasciando l'altra libera di determinarsi in senso contrario alla conclusione del definitivo.

Lo schema del contratto preliminare unilaterale necessita però di alcune integrazioni affinché possa pienamente conciliarsi con il patto di trascinarsi. In particolare, dovrebbe innanzitutto trattarsi di un contratto sottoposto a condizione sospensiva, poiché il promittente (socio di minoranza) dovrà procedere al trasferimento solo ove il socio di maggioranza si determini alla vendita. Va osservato poi che, in aggiunta alla detta condizione sospensiva, l'obbligo di trasferire le partecipazioni opera non già a favore dello stipulante (socio di

²⁷³ In particolare propendono per la ricostruzione nei termini di contratto preliminare unilaterale C. D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, cit., 382 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, 526 ss.; D. SCARPA, *Clausole di trascinarsi di partecipazione societaria tra struttura e limiti. "Drag along clause": structure and limits*, in *Giust. civ.*, 2013, 43 ss.

²⁷⁴ Per la nozione di contratto preliminare si consulti l'opera di F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in A. CICU - F. MESSINEO (già diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, XXI, Milano, 1968, 526 ss.; a livello monografico si faccia riferimento a G. GABRIELLI, *Il contratto preliminare*, Milano, 1970; nonché E. SERRAO, *Il contratto preliminare*, Padova, 2002, 2 ss.

maggioranza), quanto piuttosto a beneficio di un terzo determinabile alla luce dell'*electio* compiuta dallo stesso socio di maggioranza²⁷⁵.

Ad ogni modo, a voler accedere a questa ricostruzione, l'accordo di *drag along* consisterebbe in un patto con il quale un soggetto (*i.e.* il socio di minoranza) si obbliga a trasferire le proprie azioni attraverso la successiva stipulazione di un contratto di compravendita, a condizione che il socio di maggioranza individui un terzo a favore del quale alienare entrambe le partecipazioni, ossia la propria e quella del socio di minoranza.

Prima ancora di esaminare la specifica questione della compatibilità del preliminare unilaterale con le norme poste dagli articoli 1401 e 1411 c.c. - rispettivamente in tema di contratto per persona da nominare e di contratto a favore di terzo -, si deve rilevare che la soluzione imperniata sullo schema procedimentale preliminare (unilaterale)-definitivo pare provocare un aggravio procedimentale con riguardo all'operatività del *drag along*.

In questo senso, invero, va osservato che l'obbligo a contrarre - pur rimanendo "dormiente" in attesa dell'avveramento della condizione - sorge per effetto della conclusione del preliminare, e ne costituisce altresì il tipico effetto obbligatorio. Tuttavia, affinché il meccanismo del *drag along* sia nei fatti operativo, si dovrà necessariamente procedere alla conclusione del contratto definitivo, in assenza del quale non si produrrà alcun trasferimento delle partecipazioni. Da ciò discende che il socio di maggioranza necessita della collaborazione del socio di minoranza in un duplice segmento temporale: non solo, come è scontato che sia, durante la fase di contrattazione e di stipula del patto di *drag along*, ma anche successivamente a quest'ultimo, nel momento in cui il socio minoritario sia chiamato ad adempiere il

²⁷⁵ Lo sottolinea attentamente C. D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita"* (tag along e drag along), cit., 382 s.

suo obbligo di contrarre con il terzo²⁷⁶. Più esplicitamente, il trasferimento delle azioni avverrà immediatamente dopo la cessione “principale” se e in quanto il socio di minoranza non assuma un atteggiamento ostruzionistico²⁷⁷.

Proprio questo profilo cooperativo rischia di minare l'immediata esecutività dell'accordo di trascinamento. Giova infatti ricordare che esso nasce quale strumento giuridico finalizzato a sterilizzare *ex ante*, per l'appunto attraverso la regolamentazione delle procedure di *exit*, eventuali comportamenti impeditivi, od ostruzionistici, della minoranza in ordine all'alienazione congiunta delle partecipazioni societarie²⁷⁸.

Orbene, la previsione di un ruolo attivo del socio trascinato rischia di legare le sorti dell'operazione alle volontà di quest'ultimo. A poco vale affermare che il contratto preliminare è passibile di esecuzione forzata in forma specifica ai sensi dell'articolo 2932 c.c.

Pur ammesso che l'esito del giudizio a tal fine attivato si risolvesse nel senso di far ottenere all'attore la sentenza (costitutiva) che produca l'effetto del contratto di vendita col terzo non concluso dal socio (trascinato) di minoranza, si produrrebbe comunque un notevole aggravio in termini di impiego di tempo e di risorse economiche, frustrando l'interesse complessivo delle parti alla positiva conclusione della vendita²⁷⁹.

²⁷⁶ Al riguardo sembra irrilevante che la formulazione dell'obbligo sia compiuta in termini positivi o negativi. La co-vendita si realizzerà indistintamente tanto nell'ipotesi in cui il promittente si sia vincolato ad accettare l'offerta di acquisto proveniente dal terzo, quanto in quella in cui sia egli stesso a dover offrire in vendita la partecipazione. Su tale distinzione si legga G. GABRIELLI, *Il contratto preliminare*, cit., 269 ss.

²⁷⁷ Come si vedrà più oltre nel testo, questa circostanza - sebbene non infici direttamente la validità e la correttezza giuridica della lettura qui esaminata - vale a far preferire la diversa ricostruzione del patto di trascinamento alla stregua di un contratto di opzione.

²⁷⁸ L. BOTTI, *Clausola di “covendita forzata” e “drag along”*, cit., 909.

²⁷⁹ Si può presumere che tale indebolimento della “coercibilità automatica” delle clausole comporti la rinuncia da parte del terzo all'intera operazione. Non si dimentichi inoltre che il terreno di elezione di queste pattuizioni è costituito da un

In questo ordine di idee si è mosso chi ha correttamente affermato che la “*clausola statutaria o parasociale deve mirare all’efficace prevenzione di contenzioso arbitrale o giudiziario*”²⁸⁰. E’ appena il caso di rilevare, poi, che l’avvicinamento delle pattuizioni in esame allo schema della contrattazione preliminare non assicura affatto tale finalità di prevenzione; anzi, concedendo al socio di minoranza la possibilità di ostacolare l’immediato compimento dell’alienazione, rischia, almeno astrattamente, di incentivare quest’ultimo all’adozione di un comportamento sleale.

Da altro punto di osservazione, però, non è nemmeno il caso di enfatizzare eccessivamente questo profilo di criticità. In primo luogo poiché esso è relegato all’eventuale fase patologica dell’operazione e, come tale, dovrebbe ricorrere con minor frequenza.

In secondo luogo perché le parti, in particolar modo gli investitori professionali, affrontano il tema del possibile inadempimento dell’obbligo di trasferimento già in sede di negoziazione del patto parasociale, prevedendo specifiche clausole penali o analoghi meccanismi sanzionatori e quindi ovviando alle possibili conseguenze patologiche della sequenza preliminare-definitivo²⁸¹.

2.2.1 (segue) Le ipotesi negoziali collegate: a) il contratto per persona da nominare; b) il contratto a favore di terzo.

La soluzione ermeneutica che vede l’accordo di *drag along* ricondotto nel quadro della disciplina propria del contratto

mercato in rapida e continua evoluzione quale è quello delle *joint venture*, e più in generale del *private equity*.

²⁸⁰ P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 227.

²⁸¹ E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, cit., 263 s., osserva che sovente, nell’assetto complessivo degli accordi parasociali e degli statuti societari, le clausole di *drag along* e *tag along* si accompagnano ad opzioni *put* e opzioni *call*.

preliminare richiede - similmente a quanto si avrà modo di osservare in merito al contratto di opzione - alcune osservazioni integrative affinché sia effettivamente rispondente alla pattuizione in concreto stipulata.

Bisogna guardare, allora, al fatto che il destinatario ultimo degli effetti del trascinamento va identificato nel terzo acquirente, e non già nella persona del socio trascinante. Questa circostanza ha indotto la dottrina a guardare alle figure del contratto per persona da nominare (artt. 1401 e ss. c.c.) ovvero del contratto a favore di terzo (artt. 1411 e ss. c.c.).

Secondo la prima delle due figure negoziali menzionate, il socio stipulante, al momento della conclusione del contratto preliminare, si riserverebbe la facoltà di nominare il terzo che deve assumere i diritti e gli obblighi nascenti dal contratto, con la conseguenza che tale soggetto possa essere individuato in un momento posteriore rispetto al perfezionamento del preliminare²⁸².

In tal modo, lo stipulante, ossia il socio di maggioranza, verrebbe sì ad essere parte *ab origine* del contratto (preliminare unilaterale per persona da nominare), ma egli contestualmente, in ragione della produzione unilaterale degli effetti obbligatori, rimarrebbe libero da qualsivoglia vincolo, potendo così indicare in un secondo momento il terzo, suo sostituto, nei confronti del quale il promittente, ossia il socio di minoranza, dovrà adempiere l'obbligo di contrarre²⁸³.

²⁸² Per la nozione generale del contratto per persona da nominare si consulti, per tutti F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in A. CICU - F. MESSINEO (già diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, XXI, loc. ult. cit., 501 ss. L'Autore in particolare sottolinea che la “ragione pratica di tale congegno contrattuale (...) è la riserva di indicare un altro soggetto, che prenda il di lui posto (dello stipulante originario, ndr) nel contratto”. Il tratto tipico, ma non per questo necessario, sembra quindi potersi identificare nella sostituzione di un *amicus* nella posizione giuridica del contraente originario.

²⁸³ Propende per la tesi qui in commento C. D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita”* (tag along e drag along), cit., 384, secondo il quale “quanto al contratto preliminare unilaterale per persona da nominare, considerata la sua struttura, comportante obbligazioni di una parte soltanto, la *electio amici* o la sua mancanza producono effetti perfettamente conformi con gli intenti dei contraenti”. Si esprime

Altra parte della dottrina preferisce utilizzare la figura del contratto a favore di terzo come elemento teso a completare la qualificazione del *drag along* nella cornice del contratto preliminare unilaterale²⁸⁴.

Secondo tale ricostruzione i paciscenti si accordano nel senso di prevedere che gli effetti del contratto (e quindi l'adempimento dell'obbligo di contrarre contenuto nel preliminare) si producano a beneficio di un terzo, ossia, nel caso di specie, dell'acquirente interessato.

In prima battuta, risulta evidente che, in ottemperanza a quanto disposto dall'articolo 1411, I co., c.c., lo stipulante abbia interesse a prevedere una tale direzione degli effetti contrattuali. Egli infatti in concreto è mosso dalla volontà di massimizzare il corrispettivo ritraibile dalla vendita; mentre, in astratto, è innegabile che, attraverso il *drag along*, egli intenda assicurarsi un più facile smobilizzo della sua partecipazione, appunto considerata la possibilità di soddisfare l'eventuale richiesta di un terzo intenzionato all'acquisto, non già di una partecipazione di maggioranza, quanto piuttosto della totalità delle azioni emesse.

invece in senso esplicitamente contrario, M. MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 436 s. L'Autore osserva in chiave critica che la mancanza dell'indicazione del termine entro il quale effettuare validamente la dichiarazione di nomina (art. 1405 c.c.) “non impedisce né il perfezionamento, né l'efficacia del contratto tra le parti originarie”. In specie, proprio la produzione immediata degli effetti vale ad escludere la congruità degli artt. 1401 ss. per esaminare la pattuizione di *drag along*; ciò poiché i contraenti non intendono affatto riconoscere un diritto (di acquisto della partecipazione sociale) al socio maggioritario, effetto connaturato a questa figura negoziale. A parere di chi scrive, vale precisare che - sebbene i rilievi del Maltoni in merito all'immediata produzione degli effetti siano condivisibili - l'impatto prodotto da tale immediata produzione in capo allo stipulante rimane piuttosto limitato. Si consideri infatti che si tratta di effetti non solo obbligatori ma anche e soprattutto unilaterali e quindi non determinano in capo allo stipulante alcun obbligo di adempimento ulteriore rispetto all'*electio amici*, né tantomeno l'acquisto di un diritto soggettivo in senso proprio.

²⁸⁴ In questo senso si esprime L. BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, cit., 1028 s.

Dal canto suo, il terzo si trova in una posizione assai vantaggiosa in quanto, pur non essendo parte del sinallagma contrattuale in senso formale, risulta essere il fruitore effettivo della prestazione, senza però esser chiamato a compiere alcun atto se non la dichiarazione di volerne profittare²⁸⁵. Inoltre egli non è il beneficiario di un mero vantaggio economico indiretto, bensì risulta essere il soggetto a cui le parti del contratto parasociale hanno inteso destinare l'esecuzione della prestazione (*i.e.* l'adempimento dell'obbligo di contrarre, e quindi, nella specie, il trasferimento delle partecipazioni sociali)²⁸⁶.

In merito all'assimilazione del *drag along* allo schema del contratto a favore di terzo, è stato però obiettato che in realtà si tratta di un modello incompatibile con la struttura ricorrente del patto. Si è detto, infatti, che il contratto a favore di terzo “*vede il terzo beneficiare dei diritti nascenti dal contratto, mentre le obbligazioni che costituiscono il corrispettivo di quei diritti restano in capo al contraente*”²⁸⁷. Segnatamente, lo schema negoziale in esame non potrebbe sussistere in tutte quelle occasioni in cui il terzo sia chiamato a effettuare una controprestazione in ragione dei vantaggi ottenuti. Nel nostro caso, in tutta evidenza, la controprestazione che fa vacillare la riconducibilità allo schema di cui agli artt. 1411 ss. c.c. è costituita dal corrispettivo versato dal terzo per le azioni trasferitegli.

Al riguardo sembra però necessaria una precisazione poiché la critica appena esposta, senz'altro corretta in via generale con riguardo al preliminare di vendita, appare meno perspicua se riferita alla sua

²⁸⁵ In questo senso si pronuncia Trib. Roma, 9 febbraio 2017, n. 2652, in *Redazioni Giuffrè 2017*, 2017.

²⁸⁶ Così, il patto risulta configurabile come contratto a favore di terzo secondo i requisiti enucleati da Cass. 18 agosto 1997, n. 7693, in *Giust. civ. mass.*, 1997, 1445.

²⁸⁷ C. D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (tag along e drag along)*, cit., 384, nt. 25. Sebbene l'Autore non lo riferisca espressamente, sembra potersi dire con relativa certezza che l'obbligazione principale sia costituita dal pagamento dovuto quale corrispettivo del trasferimento delle azioni.

variante unilaterale, e ciò proprio in ragione dei meccanismi operativi del *drag along*.

Orbene, è innegabile che, nell'economia complessiva dell'operazione, il terzo è gravato dall'obbligo sinallagmatico di versare a entrambi i paciscenti una somma di danaro quale corrispettivo delle partecipazioni acquistate (*i.e.* il prezzo).

A ben vedere però l'obbligo di pagamento del prezzo non scaturisce dal contratto preliminare o, se si preferisce, non ne costituisce la controprestazione, peraltro difficilmente configurabile trattandosi appunto di preliminare unilaterale. Il pagamento del prezzo deriva infatti dal successivo contratto di co-vendita, ossia dal contratto definitivo, che ovviamente è conseguente al preliminare, ma non per questo è ad esso sovrapponibile²⁸⁸.

In altri termini, il preliminare in sé non comporta il sorgere di alcuna obbligazione in capo al terzo; per l'appunto, egli non è "*parte né in senso formale, né in senso sostanziale rispetto al negozio stipulato in suo favore*" e, a stretto rigore, sarebbe quantomeno una forzatura l'affermazione che il terzo beneficiario sia tenuto a versare il corrispettivo per la vendita in forza del contratto preliminare²⁸⁹.

Alla luce di quanto osservato, pare quindi che la ricostruzione del patto di *drag along* alla stregua di un contratto preliminare unilaterale - indipendentemente dall'effettiva propensione verso la figura del contratto per persona da nominare o verso quella del contratto a favore di terzo - sia pienamente ammissibile sia sul piano teorico che su quello del suo funzionamento in concreto.

Tuttavia, preme ricordare che, ove si accedesse a questa tesi, l'esito positivo dell'operazione di co-vendita sarebbe necessariamente legato alla cooperazione del socio trascinato. Costui infatti conserva, quanto

²⁸⁸ Cfr. L. BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, cit., 1029. Al riguardo l'Autore scrive di una connessione negoziale derivante da un "*vincolo preparatorio*".

²⁸⁹ Le parole sono di Trib. Roma, 9 febbraio 2017, n. 2652.

meno in astratto, la possibilità di contravvenire a quanto pattuito nella clausola di *drag along*, salvi ovviamente i relativi profili di responsabilità per inadempimento.

Da questo punto di vista, non vi è dubbio che il ruolo attivo del socio di minoranza mal si concilia con lo “stato di soggezione” nel quale egli si trova indotto per il concreto operare dei modelli pattizi di trascinamento²⁹⁰.

Da questa constatazione non può che trarre sostegno il rischio di uno svuotamento della portata e della funzione pratica assolute dalla clausola stessa, poiché si finirebbe per riconsegnare al socio di minoranza proprio la possibilità di adottare quel comportamento “estorsivo” la cui sterilizzazione si è detto essere la *ratio* economica del patto²⁹¹.

In definitiva, può osservarsi che nulla osta ad avvicinare l’accordo di *drag along* allo schema negoziale del contratto preliminare e tuttavia, soprattutto nella fase della sua redazione, parrebbe più utile orientarsi verso una diversa configurazione che si prospetta essere quella del contratto di opzione.

2.3 Contratto di opzione e *drag along*.

È giusto il caso di ricordare che il contratto di opzione ricorre “quando le parti convengono che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione e l'altra abbia facoltà di accettarla o meno” (art. 1331, I co., c.c.). Similmente al contratto preliminare, trattasi quindi di un negozio preparatorio, separato e autonomo rispetto al contratto definitivo ma ad esso strumentale²⁹².

²⁹⁰ Con riguardo alla posizione soggettiva del socio di minoranza, si esprime in termini di soggezione Trib. Milano, Decr. 24 marzo 2011, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, 59 ss.

²⁹¹ Sul punto v. *amplius* par. 2.2 e la dottrina ivi citata.

²⁹² E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, cit., 1-35, e la copiosa dottrina ivi citata. Basti qui riportare che la riconduzione dell’opzione agli

Al fine di individuare la collocazione sistematica dell'accordo di trascinarsi, parte della dottrina ne ha proposto la lettura alla stregua del contratto di opzione²⁹³.

Non vi è dubbio che si riscontrano numerose analogie tra le due fattispecie. In via di prima approssimazione, il patto di trascinarsi sarebbe configurato quale proposta irrevocabile del socio di minoranza in merito alla conclusione di un successivo contratto di co-vendita avente ad oggetto sia le partecipazioni del socio di maggioranza, sia, appunto, quelle del socio di minoranza. Segnatamente, il patto di opzione non sarebbe immediatamente produttivo di effetti in quanto sospensivamente condizionato all'alienazione del socio di maggioranza, o alternativamente, alla proposta di acquisto proveniente da un terzo²⁹⁴.

Inoltre, è agevole rilevare che il patto di opzione è strutturato secondo il binomio diritto potestativo – soggezione, così che la dichiarazione (unilaterale e recettizia) dell'opzionario sia condizione necessaria e sufficiente al perfezionamento del contratto definitivo²⁹⁵.

accordi preparatori è unanime in dottrina, il dibattito si concentra sul reale valore - sistematico o descrittivo - da attribuire a tale categoria.

²⁹³ D. PROVERBIO, *I patti parasociali. Teoria e prassi*, Milano, 2004, 68 ss.; E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, cit., 290; C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Società*, 2008, 1382; G. SATTA, *Clausola di bring along: struttura finalità e requisiti essenziali*, in *Riv. dir. imprese*, 2008, 535 s.; L. ROSSANO, *La natura e la validità della clausola di drag along*, cit., 134. In giurisprudenza, Trib. Milano, ord. 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 1373 ss., con nota adesiva di C. DI BITONTO.

²⁹⁴ Un'analisi della validità della condizione è compiuta da L. BALLERINI, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, cit., 1467 s. Si noti quanto segue: qualora il patto di trascinarsi sia sottoposto alla condizione - non meramente potestativa - che sia il socio di maggioranza ad attivare il meccanismo di co-vendita, allora la clausola si sostanzierà in un *drag along* "puro". Viceversa, qualora l'enunciazione del patto sia nel senso che l'iniziativa in merito al co-acquisto spetti al terzo estraneo, allora si manifesterà il patto di *bring along*. Trattasi comunque di una differenza pressoché ininfluenza ai fini della classificazione della fattispecie. In egual misura, anche sul piano operativo, sarà irrilevante se il patto sia azionato su istanza del socio di maggioranza o del terzo, ciò in quanto entrambi sono interessati al medesimo risultato; rispettivamente, il primo a co-vendere, il secondo a co-acquistare.

²⁹⁵ Per tutti, C.M. BIANCA, *La vendita e la permuta*, in F. VASSALLI (diretto da), *Trattato di Diritto Civile*, Torino, 1972, VII-1, 145 ss.

In particolare, questo il profilo determina una spiccata somiglianza con il patto di *drag along*, giacché anch'esso, appunto in modo non dissimile dal patto di opzione, prevede che la manifestazione di volontà diretta alla conclusione della co-vendita, sia atto idoneo e sufficiente a vincolare il socio minoritario a procedere al trasferimento delle partecipazioni. Segnatamente, si avrà modo di rilevare dinnanzi che - mediante la combinazione con gli schemi negoziali diretti a vantaggio del terzo - la dichiarazione di voler profittare dell'opzione è espressa dal terzo acquirente, non già socio di maggioranza o, più precisamente, è in capo al terzo che si ravvisa la titolarità del diritto potestativo a concludere il contratto definitivo di (co)vendita²⁹⁶.

Tanto premesso, va detto che il patto di opzione (art. 1331 c.c.) costituisce la soluzione che meglio risponde alla formulazione ricorrente del patto di trascinamento.

Trattasi infatti di una ricostruzione che permette al terzo acquirente la possibilità di “vincere” l'eventuale rifiuto in ordine al trasferimento manifestato dal socio minoritario senza che egli debba ricorrere all'intervento giurisdizionale per ottenere una sentenza (costitutiva) di condanna.

²⁹⁶ Cfr. L. BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, cit., 1020. L'Autore sottolinea che “*questa configurazione* (del diritto di trascinamento quale contratto di opzione, ndr) *meglio si adatta all'ipotesi in cui le parti abbiano inteso spezzare il procedimento attuativo della co-vendita, prevedendo che, solo dopo l'alienazione della quota libera dal vincolo di trascinamento, i soggetti passivi del rapporto siano tenuti a vendere la propria partecipazione all'acquirente della prima*”. Tuttavia, si osservi che, in ragione della distinzione esistente tra il contratto di opzione e il contratto definitivo, la separazione tra i due momenti attuativi delineata dall'Autore non pare elemento portante della fattispecie. Più precisamente, affinché il terzo opzionario acquisti il diritto potestativo, sarà sufficiente la stipula del solo negozio preparatorio, in virtù del quale avrà titolo per ottenere il trasferimento di entrambe le quote azionarie. Nello specifico, attraverso un unico contratto definitivo di co-vendita, egli acquisterà sia la partecipazione del socio di maggioranza (grazie all'accordo intercorso con quest'ultimo), sia la partecipazione del socio di minoranza (in virtù del diritto potestativo a lui riconosciuto). Quindi, la necessaria partizione del trasferimento in due segmenti temporali distinti - l'uno riguardante il socio trascinante, e l'altro relativo al socio trascinato -, ancorché configurabile, non pare essere una caratteristica necessaria della ricostruzione del *drag along* alla stregua del patto di opzione.

Siffatta ultima connotazione - che vale anche a distinguere il patto di opzione dal contratto preliminare - consente quindi all'opzionario (terzo futuro acquirente) di esercitare il diritto potestativo, a lui riconosciuto dal patto di opzione, così che il contratto di co-vendita possa essere immediatamente concluso, senza che vi sia necessità del consenso (attuale) dell'oblato, ossia del socio di minoranza, in ordine al trasferimento delle quote azionarie.

In chiave critica, si è detto che il contratto di opzione “*per essere tale, deve contenere l'intero regolamento contrattuale*”, così da arrivare a sostenere che lo schema negoziale in esame è in realtà inapplicabile agli accordi di trascinarsi in ragione dei margini di indeterminatezza che questi ultimi presentano circa alcuni loro elementi essenziali²⁹⁷. Questa linea di pensiero guarda, in particolar modo, alla circostanza che il patto di *drag along* non conterrebbe l'indicazione né del terzo destinatario degli effetti dell'accordo né tantomeno del prezzo pattuito per il trasferimento²⁹⁸.

Per il momento vale soffermarci sulla questione relativa alla mancata determinazione del prezzo di alienazione. Al riguardo, è innegabile che le concrete formulazioni del *drag along* difficilmente contengono l'univoca indicazione del corrispettivo. Anzi, di regola, anche le varianti più puntuali dell'accordo indicano esclusivamente un prezzo di *floor*, ossia un valore minimo di prezzo che funge da limite

²⁹⁷ Le parole sono di F. GALGANO, *Il contratto*, Padova, 2007, 138, ove, comunque, una compiuta ricognizione dei caratteri del patto di opzione, nonché dei profili che valgono a differenziarlo dal patto di prelazione.

²⁹⁸ M. MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 438 ss. L'Autore ritiene che la carenza dei citati elementi non sia in alcun modo superabile, sicché, ove si accedesse alla tesi che vuole il *drag along* ricondotto al patto di opzione, ci si esporrebbe al rischio di vederne dichiarata la sua nullità in sede giudiziale per carenza dei requisiti essenziali del contratto.

La questione concernente la mancata determinazione del prezzo è posta anche da C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, cit., 1383, tuttavia l'Autore non si esprime in merito alle conseguenze della carenza di tale requisito.

negativo al di sotto del quale il trascinarsi non sarà operativo. Invero, nonostante la loro maggior analiticità, anche con riguardo a queste ultime ipotesi, è eccessivo sostenere che detto valore possa essere qualificato come corrispettivo in senso tecnico e giuridico della cessione²⁹⁹. L'accordo di trascinarsi, *strictu sensu*, non esprime in nessun caso il prezzo che il socio di minoranza sarà costretto ad accettare qualora si debba procedere alla co-vendita.

A ben vedere però, pur confermando il prezzo non è mai un elemento esplicito delle pattuizioni, si deve rilevare che le parti richiamano direttamente il valore di vendita attribuito alle partecipazioni del socio. Per la precisione, il riferimento al prezzo "principale" è compiuto in via generale, sottoponendo la validità del meccanismo di trascinarsi all'identità tra le condizioni offerte al socio maggioritario e quelle imposte al socio minoritario.

Salvo quanto si è già detto in merito alla determinazione unilaterale del corrispettivo della vendita (cd. arbitraggio di parte), si deve allora constatare che il prezzo, pur non essendo esplicitamente determinato, è sicuramente "determinabile" ai sensi dell'art. 1346 c.c.³⁰⁰. E' chiaro quindi che proprio in ragione della *relatio* – la quale, giova sottolinearlo, è esplicita - sussistente tra il *drag along* e il negozio di co-vendita, si realizza un meccanismo che permette di individuare, seppur successivamente rispetto al patto di opzione, il prezzo al quale avverrà la cessione.

In altri termini, le parti originarie del patto di *drag along* (*i.e.* socio di maggioranza e di minoranza) convengono che, nell'eventualità in cui il socio maggioritario decida di vendere e il terzo eserciti il diritto il diritto potestativo contenuto nel patto, allora il socio di minoranza

²⁹⁹ M. MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 439.

³⁰⁰ Si veda ancora, A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, cit., 135 ss.

sarà obbligato a trasferire al terzo, congiuntamente al primo, la propria quota azionaria al medesimo prezzo individuato per la cessione della partecipazione (*rectius*, del socio) “trascinante”³⁰¹.

Alla luce di quanto osservato, pare che non vi siano ragioni pienamente convincenti per escludere che alcuni degli elementi essenziali del patto di opzione possano esser determinati *per relationem* a un accordo (*i.e.* il contratto di co-vendita), sì esterno al patto di trascinamento ma ad esso espressamente collegato; connessione che sussiste non solo in punto di fatto, ma anche in punto di diritto in virtù dell’esplicito rinvio compiuto dai soci alle condizioni di vendita (le quali debbono essere paritarie) da applicarsi al socio trascinato.

2.3.1 (*segue*) le ipotesi negoziali collegate: a) il contratto per conto di chi spetta; b) il contratto per persona da nominare; c) il contratto a favore di terzo.

La convenzione di trascinamento, per sua stessa natura, è formulata in modo da non recare l’indicazione di un soggetto determinato che si renderà destinatario degli effetti della co-vendita. La prassi economica e redazionale vuole che le parti compiano un generico riferimento a un terzo interessato all’acquisto della totalità delle partecipazioni azionarie. Peraltro, sarebbe forse impossibile, e per certo eccessivo, richiedere che le parti decidano già nella fase iniziale dell’investimento a quale soggetto intenderanno trasferire il *business*. In via preliminare, per quanto concerne le problematiche circa l’individuazione del terzo, debbono essere riproposte le considerazioni svolte in merito alla determinabilità del prezzo. Anche in questa ipotesi non pare corretto affermare che il terzo non sia in

³⁰¹ Propendono per la soluzione positiva in ordine alla determinabilità estrinseca del prezzo C. D’ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita”* (tag along e drag along), cit., 385; L. BALLERINI, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, cit., 1468 s.

alcun modo determinabile, o che egli sia determinato dal mero arbitrio del socio trascicante³⁰². Ciò in quanto le parti non si accordano per riconoscere a “qualsiasi” soggetto la possibilità di esercitare il diritto potestativo, bensì si riferiscono ad un terzo che, sebbene sconosciuto al momento della conclusione dell’accordo di trascinamento, risulta univocamente individuato in virtù della sua disponibilità ad acquistare l’insieme delle partecipazioni. Segnatamente, si sottolinea che l’identificazione del titolare del diritto di opzione avviene in un momento precedente all’esercizio dello stesso, sicché non si rilevano criticità nemmeno in riferimento alla *consecutio* degli atti necessari al complessivo definirsi della procedura di co-vendita.

Per inciso, il progredire temporale dell’operazione può riassumersi come segue: in sede sociale o parasociale viene pattuito un diritto di trascinamento riconosciuto a taluno dei soci; il socio titolare del *drag along* si determina ad alienare la propria partecipazione contrattando con terzo; quest’ultimo, individuato in ragione del suo interesse all’acquisto dell’intero capitale sociale, diviene titolare del diritto di opzione; infine, il terzo concluderà il contratto definitivo di co-vendita accettando la proposta contrattuale contenuta nell’opzione³⁰³. Così superate le critiche preliminari, va osservato che, al fine di assumere il patto opzione a modello di riferimento si rende necessaria - anche a causa della sua natura di negozio preparatorio -

³⁰² Si esprime per l’impossibilità di nominare il terzo beneficiario successivamente al contratto di opzione, con osservazioni analoghe a quelle formulate in riferimento alla determinabilità del prezzo, M. MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 437 ss.

³⁰³ Si precisi che, ove si trattasse di clausola statutaria, il *drag along* dovrebbe necessariamente collegarsi a soglie di partecipazione azionaria, pena l’invalidità per l’attribuzione su base personalistica di diritti individuali agli azionisti (*arg. ex art. 2348, I co., c.c.*). Per analoghe considerazioni, M. DEL LINZ, *L’introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, cit., 1073; L. FABBRINI, *Validità delle clausole di drag-along*, cit., 1034; P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 132 ss.

un'integrazione con quegli schemi negoziali che consentono di ricondurre al terzo gli effetti complessivi dell'operazione.

In proposito, l'operatività dell'articolo 1331 c.c. risulta effettiva mediante la combinazione, alternativamente, con il contratto per conto di chi spetta, il contratto per persona da nominare e il contratto a favore di terzo.

Con riguardo al contratto per conto di chi spetta, si è rilevato che lo stipulante (*i.e.* il socio maggioritario) agirebbe in rappresentanza di un soggetto non ancora determinato al momento della conclusione del contratto, ma che verrà in seguito individuato giacché “*titolare di una data posizione giuridica, nella circostanza quella di acquirente della partecipazione dello stesso stipulante*”³⁰⁴. In specie, si tratterebbe di un'ipotesi di rappresentanza *in incertam personam* poiché, fino al momento della compiuta individuazione del terzo, non si avrà modo alcuno per identificare il beneficiario del contratto, né quest'ultimo avrà manifestato un interesse alla conclusione del contratto³⁰⁵. Concretamente quindi il socio trascinatore agirà oggi per conto del soggetto che domani acquisirà le partecipazioni sociali.

Orbene, l'accostamento di tale negozio all'accordo di *drag along* è indubbiamente funzionale al soddisfacimento di istanze descrittive della fattispecie³⁰⁶. L'assimilazione risulta essere meno puntuale ove sia compiuta per rispondere a un fine classificatorio-sistematico³⁰⁷.

³⁰⁴ M. MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 437. Si avvicina alla tesi che sostiene il ricorso al contratto per conto di chi spetta anche L. ROSSANO, *La natura e la validità della clausola di drag along*, cit., 132.

³⁰⁵ Cfr. V. ROPPO, *Il contratto*, in G. IUDICA - P. ZATTI, (a cura di), *Trattato di diritto privato*, cit., 321 ss.; per la ricostruzione generale dell'istituto si consulti anche A. VENDITTI, voce *Contratto per conto di chi spetta*, in *Enc. giur. Treccani*, IX, 1998, 1 ss.

³⁰⁶ A tale scopo vi ricorre correttamente C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, cit., 1384.

³⁰⁷ Il patto di *drag along* è esplicitamente ricondotto all'alveo del contratto per conto di chi spetta da M. MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag*

Ciò in ragione del carattere eccezionale che il nostro ordinamento riconosce al contratto per conto di chi spetta; negozio che è ammesso a condizione che sia espressamente richiamato da una norma³⁰⁸.

Al riguardo è stato sostenuto che, salvo “*invocare un’arbitraria eccezione ai principi in tema di rappresentanza volontaria*”, la categoria qui in esame è da ritenersi inapplicabile nella ricostruzione dello schema tipico del patto di trascinamento³⁰⁹. Difatti, qualora un soggetto sia intenzionato a dirigere gli effetti delle proprie pattuizioni nei confronti di un terzo a lui estraneo, egli è tenuto a utilizzare i modelli - quali il contratto per persona da nominare e quello a favore del terzo - espressamente tipizzati a tal fine dal legislatore³¹⁰.

Ove si condivida la lettura in termini eccezionali del contratto per conto di chi spetta, risulta necessario fare ricorso a un diverso schema negoziale disciplinato, questa volta in via generale, dal Codice Civile. Al riguardo, il riferimento pressoché unanime della dottrina è stato effettuato - in modo simile a quanto avviene per il contratto preliminare - in direzione delle figure del contratto per persona da nominare (artt. 1401 e ss., c.c.) ovvero del contratto in favore di terzo (artt. 1411 e ss. c.c.)

Procedendo con ordine, la prima soluzione delle soluzioni prospettate è stata sostenuta in ragione della possibilità di eliminare in radice la problematica della mancata individuazione del terzo destinatario degli effetti. Difatti, il patto di opzione, ove si accedesse a questa

along: *le clausole in tema di stallo decisionale* (deadlock-breaking provisions), in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 437.

³⁰⁸ Si tratta principalmente della vendita per conto di chi spetta nel caso di bene viziato o danneggiato (art. 1513, I co., c.c.), della vendita per conto dell’avente diritto compiuta dal vettore di cose rapidamente deperibili (art. 1690, II co., c.c.) e dell’assicurazione per conto di chi spetta (art. 1810 c.c.). In chiave esemplificativa, si avrà un tipico caso di contratto per conto di chi spetta nell’ipotesi in cui un venditore stipuli un contratto di assicurazione per i beni da lui commercializzati a favore di un terzo. In questo caso l’assicurato, ossia il destinatario degli effetti vantaggiosi del contratto, sarà di volta in volta l’individuo che si renderà acquirente del bene.

³⁰⁹ L. BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, cit., 1023.

³¹⁰ In questo senso, A. VENDITI, voce *Contratto per conto di chi spetta*, cit., 10. Per la ricostruzione generale dell’istituto si consulti anche

ricostruzione, non dovrebbe esplicitare nella sua formulazione la persona dell'acquirente, poiché la sua determinazione - non costituendo elemento essenziale della fattispecie - potrebbe essere effettuata in un frangente successivo alla stipula del patto. Segnatamente, il terzo sarà individuato mediante un'apposita dichiarazione di nomina compiuta dal socio trascicante e, probabilmente, maggioritario³¹¹.

Con l'intento di risolvere la criticità testé esposta sembra però che il ricorso alla figura del contratto (di opzione) per persona da nominare inverta il percorso logico necessario per l'esame del patto di trascinamento.

Difatti, con generale riferimento ai negozi di derivazione straniera - per di più nell'assenza di una disciplina legale - il *modus operandi* corretto è ravvisabile dapprima nell'analisi della formulazione concreta del patto. In seguito, avendo l'accortezza di mantenerne immutato il tenore letterale e il significante, è possibile ricondurre, o meglio paragonare, l'oggetto dell'analisi a un modello legale tipizzato. In altri termini, l'individuazione degli elementi distintivi della fattispecie concreta deve precedere il suo esame astratto, precisando che l'interprete dovrà considerare quei tratti caratteristici come strumento volto a guidare l'opera esegetica nonché quale limite concettuale per la stessa interpretazione.

Orbene, l'utilizzo dello schema negoziale per persona da nominare sembra incedere seguendo la via opposta; ossia, pur di utilizzare il riferimento prescelto, vengono forzosamente taciuti - o dati per presenti - taluni elementi della fattispecie.

³¹¹ D. PROVERBIO, *I patti parasociali. Teoria e prassi*, cit., 72; E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, cit., 290, nt. 97. Sebbene in riferimento al contratto preliminare, ricorre allo schema del negozio per persona da nominare anche C. D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, cit., 384.

Nel caso di specie, nessun dubbio sussiste in ordine all'ammissibilità generale della figura in esame, la quale però è caratterizzata da espliciti requisiti che non è dato rinvenire nei patti di *drag along*.

Da un punto di vista generale, deve sottolinearsi che tanto la riserva quanto la dichiarazione di nomina a favore del terzo sono atti che si pongono in termini eventuali, e quindi non necessari, rispetto alla struttura del negozio a cui afferiscono³¹².

In altri termini, ove pure lo stipulante si fosse riservato la possibilità di individuare un terzo, l'effettiva nomina, e quindi il sub-ingresso dell'acquirente, di quest'ultimo, sarebbe un evento soltanto ipotetico. Difatti il Codice espressamente prevede che “*se la dichiarazione di nomina non è fatta validamente (...) il contratto produce i suoi effetti fra i contraenti originari*” (art. 1405 c.c.).

All'opposto invece, l'accordo di trascinamento non sembra ammettere in nessun caso - non nell'intenzione delle parti, né tantomeno come conseguenza incerta del meccanismo operativo - la possibilità che il socio di maggioranza decida di non effettuare la dichiarazione di nomina e quindi, indirettamente, assumere la posizione di opzionario in riferimento alla partecipazione del socio di minoranza³¹³. Questo effetto, seppur solo potenziale, vale a creare una netta diversità tra lo schema pattizio del *drag along* e quello tipizzato del contratto per persona da nominare.

Muovendo invece dall'esame della concreta formulazione del *drag along*, si deve brevemente osservare che essa non contiene in alcun caso la riserva di nomina necessaria a dirigere gli effetti del contratto verso un terzo, sicché la ricostruzione si fonda sulla presunzione che il socio trascicante abbia implicitamente compiuto detta riserva (art. 1401 c.c.).

³¹² Cfr. C.M. BIANCA, *Il contratto*, cit., 129 ss.

³¹³ In senso conforme alla conclusione raggiunta C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, cit., 1382; E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela*, cit., 380, nt. 25.

Ora, pur ammettendo che tale riserva possa essere validamente espressa senza un'esplicita indicazione in tal senso, è *ictu oculi* evidente che i patti di trascinamento non recano l'indicazione di un termine pattizio - in sostituzione di quello legale - entro il quale esercitare l'*electio amici*.

Quest'ultima notazione risulta dirimente ai fini della riconduzione dei patti qui esaminati alla disciplina del contratto per persona da nominare. Infatti, salvo appositi accorgimenti in fase redazionale, una tale assimilazione, anche se astrattamente configurabile, varrebbe a limitare l'operatività concreta del trascinamento ai tre giorni successivi alla conclusione del contratto (art. 1402, II co., c.c.). Conclusione, questa, che pare inaccettabile in ragione della sua capacità di privare le pattuizioni di qualsiasi utilità pratica, soprattutto in virtù del loro utilizzo principale, ossia la predeterminazione delle modalità di disinvestimento nel breve e medio periodo³¹⁴.

Coerentemente con le osservazioni testé esposte, si comprende la ragione che ha spinto altra parte della dottrina a orientarsi verso una diversa soluzione che collega il patto di opzione allo schema del contratto a favore di terzo³¹⁵.

Attraverso il ricorso alla disciplina degli articoli 1411 e ss. c.c., è infatti possibile attribuire gli effetti del contratto a beneficio di un soggetto estraneo alle parti contraenti. Richiamando quanto già ampiamente detto in tema di contratto preliminare a favore di terzo,

³¹⁴ Una tale ricostruzione potrebbe essere accolta con favore nel caso in cui le parti, consapevoli delle criticità, rendano esplicito il termine finale entro il quale esercitare la nomina del terzo opzionario. In via esemplificativa, detto momento potrebbe coincidere eventualmente con il periodo in cui l'investitore riterrà opportuno dismettere l'investimento.

³¹⁵ P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, cit., 167 ss.; C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, cit., 1382; ritiene "plausibile" il ricorso al contratto in favore di terzo, pur negandone la combinazione con il patto di opzione, M. MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 436. In giurisprudenza si veda Trib. Milano, ord. 31 marzo 2008, cit., 1373 ss.

giova sottolineare il pregio di tale ricostruzione, ossia l'immediata attribuzione al terzo dei diritti scaturenti dal contratto concluso nel suo interesse, condizionata alla sola dichiarazione di volerne profittare. Inoltre, detta lettura risulta essere ammissibile anche alla luce della giurisprudenza costante, la quale ammette pacificamente che il terzo beneficiario, come nel caso del *drag along*, sia individuato in un tempo successivo alla conclusione del contratto³¹⁶.

Le critiche proposte in merito al prospettato avvicinamento tra il patto di opzione e la figura del negozio a favore di terzo possono essere sintetizzate - e, si ritiene, anche superate - come segue.

In primo luogo, in ragione dell'impossibilità di assegnare al terzo il ruolo di parte formale e/o sostanziale del rapporto in suo favore, si è puntualizzato che *“l'unico soggetto gravato dall'onere di acquistare la partecipazione di minoranza, versando il relativo prezzo, andrebbe individuato nel socio di maggioranza”*³¹⁷. Secondo questo giudizio, l'ipotesi ricostruttiva qui proposta sarebbe inapplicabile al caso di specie poiché non in grado di coinvolgere adeguatamente il terzo come parte del contratto finale.

Anche in questo caso giova un ulteriore rinvio a quanto evidenziato in merito al contratto preliminare; difatti, tale visione sconta l'equivoco di considerare il patto di opzione e il contratto di co-vendita come un unico negozio.

Invero, si è avuto modo di dimostrare come ciascun contratto, seppur collegato con l'altro, mantenga una sua autonomia, sicché il diritto potestativo alla conclusione del definitivo è attribuito al socio maggioritario, ma i suoi effetti si dispiegheranno nella sfera giuridica del terzo *ex art. 1411 c.c.*

³¹⁶ Da ultimo Cass., 18 luglio 2002, n. 10403, in *Società*, 2002, 1513 ss.

³¹⁷ Le argomentazioni sono di E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela*, cit., 380, nt. 26.

Ciò comporta che, in virtù del *drag along*, il terzo sarà titolare del diritto a concludere il contratto di co-vendita (anche) con il socio minoritario, ma non sarà per ciò solo acquirente delle partecipazioni di quest'ultimo; sicché l'obbligo di versare il corrispettivo per la cessione discende dal contratto (definitivo) di co-vendita e non dal contratto di opzione che gli garantisce il diritto ad acquistare le partecipazioni.

In definitiva, altro sono gli effetti del contratto di opzione a beneficio del terzo, altro ancora sono i diritti e gli obblighi derivanti da contratto di co-vendita, concluso sì mediante l'esercizio dell'opzione, ma da questa distinto.

In secondo luogo, è stato rilevato che la possibilità di stipulare un patto di opzione in *incertam personam* sarebbe sottratta all'autonomia privata perché in violazione del principio di tipicità delle promesse unilaterali (art. 1987 c.c.)³¹⁸.

In via preliminare preme sottolineare che il terzo, per quanto non ancora determinato al tempo della conclusione dell'opzione, risulta comunque determinabile in ragione della sua disponibilità ad acquistare la totalità del capitale sociale.

Inoltre, i rilievi espressi dalla giurisprudenza arbitrale si fondano sull'assimilazione tra il contratto di opzione e le promesse unilaterali affatto scontata.

Sebbene non sia questa la sede per affrontare compiutamente l'esame delle differenze tra l'opzione e la proposta contrattuale, ossia la promessa unilaterale (di concludere il contratto definitivo), basti osservare che la dottrina pressoché unanime è dell'avviso di distinguere nettamente tra le due ipotesi, giacché solo il contratto di opzione può essere considerato come un accordo perfetto con il quale le parti hanno inteso condizionare la conclusione del contratto

³¹⁸ In questo senso, il lodo del 29 luglio 2008, in *Banca, borsa e tit. cred.*, cit., 523 ss.

definitivo - i cui elementi sono individuati, anche *per relationem*, dal patto di opzione - alla sola accettazione dell'opzionario³¹⁹. Viceversa, la promessa unilaterale, seppur fonte di un vincolo giuridico, non contiene gli elementi essenziali del contratto finale e, in definitiva, non può essere equiparata a un contratto in senso tecnico.

In conclusione, quindi, il prospettato assorbimento dell'opzione a favore di terzo nella categoria delle promesse unilaterali risulta essere una forzatura e di conseguenza non può essere considerata una valida obiezione alla lettura del patto di *drag along* come appunto un contratto di opzione a favore di terzo³²⁰.

2.4 Promessa del fatto del terzo e *tag along*.

In via preliminare, giova ricordare che il patto di *tag along* consente al socio - generalmente di minoranza - di accodarsi al socio di maggioranza nella vendita che quest'ultimo si accinge a concludere con un terzo.

Da un punto di vista funzionale, si riconosce quindi al socio minoritario la possibilità di dismettere la propria partecipazione, a parità di condizioni rispetto alla cessione, qualora egli abbia interesse a seguire l'*exit* del socio di maggioranza, ad esempio perché si ritiene pregiudicato da un mutamento del gruppo di indirizzo della società. Inoltre, il socio che utilizza il meccanismo di accodamento è in grado di fruire *pro quota* del premio di maggioranza, altrimenti spettante al solo socio controllante.

Benché le molteplici versioni del patto di *tag along* siano accomunate da una sostanziale omogeneità degli effetti perseguiti, si deve rilevare che proprio le sue plurime formulazioni non consentono di affermare

³¹⁹ Si rinvia all'ampia trattazione di E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, cit., 7 e s., e anche 135 ss..

³²⁰ Cfr. L. BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, cit. 1023 s.

con ragionevole certezza la sussistenza di un unitario modello di riferimento.

La natura giuridica dell'accordo è infatti ad un tempo sia complessa che lineare. Più precisamente, il risultato dell'esame del patto risulta essere unanimemente condiviso dagli interpreti soltanto ove riferito allo schema minimale dell'intesa di accodamento. All'opposto, risulterebbe in sostanza irraggiungibile l'obiettivo di estendere l'oggetto dell'analisi alle più disparate enunciazioni del patto, sino a enucleare un modello generale, astratto, ed applicabile appunto all'insieme delle concrete declinazioni dell'accordo³²¹.

Pertanto, alla luce di siffatta avvertenza, risulta funzionale l'individuazione di una formula minima e ricorrente del patto di *tag along*, così da isolare un nucleo pattizio sul quale poi concentrare l'analisi. Al riguardo, sembra potersi affermare con relativa certezza che l'essenza dell'accordo è identificabile nella formula "se vendi, ti obblighi a farmi vendere con te"³²². Così espresso, il patto di accodamento pare correttamente sussumibile nello schema della promessa del fatto del terzo (art. 1381 c.c.)³²³.

³²¹ Una parziale esemplificazione delle espressioni concrete del patto di accodamento è compiuta da C. D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, cit., 395 s. Si rinvia invece al sito internet www.consob.it per una compiuta ricerca dei diritti di *tag along* riferibile alle partecipazioni in società quotate italiane.

³²² Così, *ex aliis*, C. D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, cit., 379.

³²³ Di questo avviso è la dottrina maggioritaria, L. PONTI e P. PANNELLA, *La "preferenza" nel diritto ereditario e successorio*, cit., 221 ss.; P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 114 ss.; ID., *Clausole statutarie di covendita e trascinarsi*, cit. 159 ss.; C. D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, cit., 396 s.; E. MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, 236 ss.; M. MALTONI, *I patti parasociali (in caso di acquisti parziali). Le pattuizioni che riguardano i soci: le clausole put and call, drag along e tag along; le clausole in tema di stallo decisionale (deadlock-breaking provisions)*, in M. IRRERA (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, cit., 445; L. BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, cit., 1032 s.; ID. *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, cit., 1467 ss.; V. SANGIOVANNI, *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, cit., 701.

In virtù dell'intesa, il socio di maggioranza si obbliga affinché - o, più precisamente, promette che - un terzo estraneo si renderà acquirente (anche) della partecipazione minoritaria nell'ipotesi in cui il primo sia intenzionato a trasferirgli le proprie quote.

Per converso, il socio di minoranza è titolare della facoltà di seguire la dismissione del pacchetto di maggioranza, con la precisazione che egli non è mai vincolato nell'adottare questo comportamento e resta libero di decidere se e in che misura alienare le proprie partecipazioni³²⁴.

In accordo con lo schema tipico della promessa del fatto altrui, il socio di maggioranza viene ad assumere la posizione di promittente nei confronti del socio minoritario in relazione al *facere* del terzo (*i.e.* l'acquisto dell'insieme delle partecipazioni, incluse quelle di minoranza).

L'accordo di *tag along* risulta essere un negozio condizionato al verificarsi di un evento futuro e incerto. Segnatamente si tratta della volontà del socio di maggioranza di voler alienare le proprie azioni a un terzo estraneo alla compagine sociale.

Affinché la condizione possa considerarsi avverata, benché non paia necessario che il trasferimento sia effettivamente compiuto, non sembra nemmeno sufficiente un mero desiderio di voler alienare. Il comportamento del socio di maggioranza deve quindi tradursi in un intento serio, attuale ed effettivo in ordine al trasferimento della partecipazione, ancorché non ancora perfezionatosi³²⁵.

Al riguardo, si potrebbe rilevare che l'evento da cui dipende il prodursi degli effetti negoziali, per quanto circostanziato, integri una condizione meramente potestativa, la quale rende nulla l'alienazione di un diritto o l'assunzione di un obbligo subordinata alla mera volontà dell'alienante o, rispettivamente, del debitore (art. 1355 c.c.).

³²⁴ Cfr. Consiglio Notarile di Roma, massima n. 7, *Clausole di co-vendita e di trascinarsi: tipologia e limiti di validità*, 2013.

³²⁵ Cfr. L. BALLERINI, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, cit., 1466 ss.

In realtà, il problema ha natura solo apparente, e le perplessità al riguardo possono essere facilmente sciolte³²⁶. I tratti necessari perché una condizione sia da considerarsi meramente potestativa sono stati di recente affermati dalla giurisprudenza di legittimità, la quale, confermando l'orientamento della dottrina³²⁷, si è espressa sottolineando che *“la condizione è meramente potestativa quando consiste in un fatto volontario il cui compimento o la cui omissione non dipende da seri e apprezzabili motivi, ma dal mero arbitrio della parte, svincolato da qualsiasi valutazione di opportunità e convenienza (...)”*³²⁸.

Orbene, benché il sorgere del diritto riconosciuto al socio di minoranza sia effettivamente determinato da un comportamento volontario della controparte (*i.e.* l'alienazione - o l'imminenza della stessa - della quota azionaria di maggioranza), non pare che si possa sostenere che esso sia dipendente dal mero arbitrio del socio di maggioranza.

Innanzitutto qualsiasi soggetto compie una ponderazione dei propri interessi prima di procedere alla vendita di cosa propria. Inoltre, nel caso di specie, l'alienante valuterà con attenzione ancora maggiore la *“convenienza e l'opportunità”* dell'operazione. Egli, obbligatosi a procurare l'alienazione (anche) delle partecipazioni di minoranza, sarà chiamato a considerare la disponibilità del terzo ad acquistare la totalità delle azioni emesse e, così facendo, implicitamente effettuerà altresì una stima dei vantaggi da sé medesimo conseguibili.

³²⁶ In questo senso si pronunciano tutti gli autori che hanno avuto modo di occuparsi della tematica, P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinarsi*, cit., 157 ss.; C. D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (tag along e drag along)*, cit., 383. In particolare, L. BALLERINI, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, cit., 1466 s. ritiene che si tratti di condizione *“mista e non potestativa”* in ragione del necessario concorso della volontà del terzo per addivenire all'avveramento della condizione.

³²⁷ Si veda, per tutti, C.M. BIANCA, *Il contratto*, cit., 548 ss.

³²⁸ Cass., 26 agosto 2014, n. 18239, in *Giust. civ. mass.*, 2014, 923.

3. Profili relativi alla collocazione statutaria dei patti di co-vendita.

I patti di co-vendita trovano, o forse sarebbe meglio dire trovavano, la loro collocazione usuale negli accordi parasociali. Indubbiamente, infatti, si tratta di intese volte a regolare principalmente i rapporti obbligatori, in specie quelli concernenti la fase di dismissione dell'investimento, intercorrenti tra i soci.

Tuttavia, nell'ultimo decennio, la collocazione delle pattuizioni di co-vendita (ma anche degli accordi parasociali in genere) si è gradualmente andata spostando verso la sistemazione statutaria.

Invero, il mutamento di sede si è presentato con tale frequenza che un'attenta dottrina ha financo tipizzato il fenomeno, proponendone la definizione come “*migrazione dal parasociale*”³²⁹.

Benché non sia questa la sede per interrogarsi esaustivamente sulle ragioni sottese a tale cambiamento, si può indubbiamente notare che il punto di svolta sia costituito dalla Riforma del 2003.

Segnatamente, la propensione degli operatori economici all'inserimento dei loro accordi direttamente nel contratto sociale affonda le sue radici nell'innovata disciplina dei patti parasociali. L'introduzione di specifici limiti temporali e pubblicitari per l'effetto degli articoli 2341-*bis* e 2341-*ter* ha sospinto i soci verso la ricerca di tecniche per sottrarre le loro intese alle norme in oggetto. Siffatto obiettivo è stato appunto perseguito e, almeno in parte, raggiunto mediante la trasfusione degli accordi parasociali direttamente negli statuti societari.

Altra dottrina ne ha piuttosto rinvenuto il motivo principale in una prospettata “*sacralità*” del contratto sociale, per sua natura idoneo a

³²⁹ M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber Amicorum G.F. Campobasso*, cit., 611. L'osservazione è stata anche rinnovata da M. DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, cit., 1073.

conferire all'accordo una "sensazione di una qualche sua maggiore forza rispetto agli impegni assunti con i patti parasociali"³³⁰.

Ciò detto, sarebbe però semplicistico ridurre la questione in questi termini, giacché deve essere posta in luce la circostanza che la diversa sede delle pattuizioni comporta effetti assai precipui, tra i quali si riportano principalmente il riconoscimento dell'efficacia e della conseguente opponibilità *erga omnes* delle clausole sociali, nonché l'estensione del vincolo ivi contenuto tanto ai soci presenti quanto ai soci futuri.

3.1 Clausola sociale o parasociale.

Al fine di un corretto inquadramento delle clausole di co-vendita, occorre preliminarmente interrogarsi sull'effettiva portata della loro collocazione nel contesto statutario.

La questione concerne precipuamente la natura degli effetti - reali od obbligatori - da riconoscersi allo statuto e, rispettivamente, al contratto parasociale.

Al riguardo, la dottrina ha lungamente dibattuto sulla configurabilità di clausole statutarie tese a regolare rapporti riferibili esclusivamente ai soci sicché, nonostante la loro ubicazione, sia loro da riconnettere una funzione sostanzialmente parasociale e, quindi, un effetto meramente obbligatorio³³¹. Benché anche solo una mera ricognizione delle diverse posizioni esuli dai confini del presente lavoro, non ci si può esimere dal riferire quell'impostazione che è giunta a scindere l'effetto - il quale, giova ripeterlo, può atteggiarsi come reale ovvero obbligatorio - in ragione del soggetto intenzionato ad azionare la clausola. Così, con riguardo alla clausola di prelazione, si è detto che

³³⁰ Così C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger*, cit., 218.

³³¹ G. SANTONI, *Patti parasociali*, cit., 32 ss.; per una puntale ricognizione si veda G.A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 596 ss.

ad essa andrebbe riconosciuto valore reale qualora il soggetto leso dalla sua inosservanza fosse la società. All'opposto, l'acquisto in violazione del diritto prelatizio a vedersi preferito al terzo legittimerebbe il socio ad agire per il solo risarcimento del danno, non potendosi egli dolersi circa l'invalidità del trasferimento³³².

A rigore, ove si accedesse all'enucleazione della categoria della clausola statutaria "parasociale", bisognerebbe ritenere che il vincolo derivante dalla pattuizione sarebbe effettivo solo nei confronti di quei soci che hanno concorso (con voto favorevole) alla sua approvazione in sede assembleare. In altri termini, l'accordo sarebbe produttivo di diritti e obblighi esclusivamente nei confronti di quei soci che - ove l'accordo fosse stato contenuto in un patto parasociale - ne avrebbero in senso lato sottoscritto il contenuto³³³.

Il dibattito in dottrina si è sviluppato principalmente nel senso di individuare uno o più indici affidabili che, nel silenzio del legislatore, dapprima fossero in grado di confermare l'esistenza di questa particolare declinazione della clausola e, successivamente, fossero idonei a determinarne l'affrancamento dalla clausola statutaria in senso proprio. Tra le varie proposte ermeneutiche sono stati pertanto elaborati plurimi criteri di distinzione, tra i quali si ricordano, ad esempio, l'interesse - dei soci ovvero della società - sotteso al raggiungimento dell'accordo; la nominatività (latente) del vincolo contrapposta all'impersonalità dello stesso e, infine, la funzione organizzativa del patto³³⁴.

Per quanto qui interessa, considerata l'eterogeneità delle diverse soluzioni, non pare conveniente affrontare la questione in termini

³³² C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, II, Torino, 1991, 99 ss. e specialm. 201.

³³³ G.A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, cit., 630 ss.

³³⁴ Si rinvia ancora alla ricognizione delle diverse teorie identificate da G.A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, cit., 635 s.

astratti, bensì appare opportuno soffermarsi sulla rilevazione di alcuni dei tratti tipici delle clausole; tratti che, a parere di chi scrive, paiono essere dirimenti al fine di giungere ad una conclusione circa la concreta portata degli effetti delle clausole.

Orbene, i patti di *drag along* e *tag along* hanno indiscutibilmente un fine organizzativo; precisamente, poiché essi incidono sulla composizione della compagine sociale, se ne deve necessariamente ravvisare un'incidenza sulla società in quanto tale³³⁵.

Indubbiamente le clausole comportano effetti rilevanti in riferimento alla persona del socio (si pensi al *drag along*, il quale è potenzialmente idoneo a costringere il socio alla dismissione della sua intera partecipazione), ciononostante quanto appena rilevato non vale però ad affermare con sicurezza il contrario. Detto altrimenti, la circostanza che sia sicuramente ravvisabile un interesse del socio, non esclude che anche la società sia toccata dall'attivazione della clausola. In via di prima esemplificazione, è facilmente osservabile che l'esercizio del diritto di *tag along* sia diretto ad assicurare una determinata composizione della struttura sociale, nel senso che il suo esercizio è diretto a massimizzare un valore intrinseco della società, assicurandone la sua futura cessione a un soggetto in grado di gestire l'intero *business*³³⁶.

A ulteriore sostegno dell'opponibilità *erga omnes* delle clausole di co-vendita, giova altresì ricordare la portata sistematica derivante dalla pubblicazione dello statuto - e dalla contestuale iscrizione della società - nel registro delle imprese (art. 2330 c.c.). La disciplina pubblicitaria, lungi dal costituire un mero elemento formalistico, assurge a mezzo di realizzazione di una precisa funzione – quella

³³⁵ In questo senso P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 109 ss.

³³⁶ La dignità statutaria delle clausole in ragione della loro valenza organizzativa è espressamente affermata da G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in *Giur. comm.*, 2012, 1059 s.

appunto di pubblicità cd. dichiarativa - volta a rendere conoscibile i dettami statutari a tutti i terzi interessati.

A questa funzione si connette, ad esempio, la regola dell'inopponibilità ai terzi della modifica dell'atto costitutivo prima che quest'ultima sia iscritta nel registro delle imprese.

Così possiamo affermare – con ciò volendo limitarci a segnalare il nucleo essenziale del sistema delle regole pubblicitarie - che le clausole dello statuto, ed in generale il suo contenuto, se pubblicato quest'ultimo nel registro delle imprese, sono conoscibili dai terzi interessati e, quindi, sono per ciò solo opponibili ai terzi medesimi. Al contrario, il mancato inserimento del patto in uno statuto che sia stato pubblicato, determina l'impossibilità per qualunque terzo di venirne a conoscenza con la conseguenza di un'assoluta preclusione in ordine all'opponibilità a costoro del contenuto pattizio³³⁷.

Alla luce di quanto detto, sembra potersi affermare con ragionevole sicurezza che i patti di co-vendita, ove contenuti nell'articolato statutario, assurgono a materia di interesse sociale e, in quanto clausole statutarie in senso proprio, devono essere sottoposti alla peculiare disciplina del Titolo V del Codice Civile³³⁸.

³³⁷ Si ricorda in proposito lo stringente criterio formalistico enucleato da A. MORANO - T. MUSUMECI, *Brevi note in tema di patti parasociali*, in *Riv. not.*, 1989, 539 ss. In quest'ottica, la collocazione nello statuto ovvero nel patto parasociale sarebbe sintomo univoco del valore, rispettivamente, sociale o parasociale dell'accordo.

³³⁸ In senso conforme del resto si schiera pressoché unanimemente la dottrina P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 109 ss.; E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela*, cit., 377 s.; N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento ("drag-along")*, cit., 178 ss.; ID., *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (Tag e Drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, cit., 65 ss.; V. SANGIOVANNI, *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, cit., 695 ss.; D. SCARPA, *Clausole di trascinamento di partecipazione societaria tra struttura e limiti. "Drag along clause": structure and limits*, cit., 43 ss.; D. MAFFEIS, *Sale and purchase agreement: clausole aliene di drag along e tag along, di gradimento e di prelazione*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, 1 ss.; M. DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, cit., 1074 ss.; L. BALLERINI, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, cit., 1474 s.; L. FABBRINI, *Validità delle clausole di drag-along*, cit., 1037 ss.

In limine - prima di considerare gli specifici profili concernenti le modalità di introduzione della clausola, nonché il principio di cd. equa valorizzazione della partecipazione - bisogna brevemente fugare ogni dubbio circa un'ulteriore questione preliminare talora prospettata, ossia la supposta invalidità delle clausole per incompatibilità col modello della società per azioni.

Si è già avuto modo di accennare al necessario carattere di impersonalità che connota le azioni. Esse infatti, oltre ad avere uguale valore, conferiscono ai loro possessori uguali diritti (art. 2348, I co., c.c.).

Potrebbe di conseguenza sorgere il dubbio che le clausole di *drag along* e di *tag along* siano invece attributive di diritti particolari - riconosciuti al singolo azionista su base personale - nel qual caso i patti sarebbero colpiti da nullità per contrarietà a norma imperativa.

Orbene, attenta dottrina ha correttamente inquadrato la questione nei termini di un "*falso problema*" in ragione, soprattutto, delle modalità con cui vengono riconosciuti i diritti ai singoli azionisti³³⁹.

Invero, il diritto di accodarsi alla vendita "principale" e, parallelamente, la facoltà di costringere alla vendita, non sono attribuiti in virtù di indici di carattere personale, né tantomeno è dato riscontrare una loro nominatività.

All'opposto, i diritti di co-vendita sono concessi ai singoli azionisti esclusivamente in relazione al raggiungimento di determinate soglie di partecipazione al capitale³⁴⁰.

Contra l'unica ma autorevole opinione è di C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger*, cit., 212 ss.

³³⁹ Le parole sono di P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 132 ss. Per analoghe considerazioni M. DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, cit., 1073; L. FABBRINI, *Validità delle clausole di drag-along*, cit., 1034; G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along*, cit., 1057 ss.

³⁴⁰ A titolo esemplificativo, il diritto di *tag along* potrebbe essere concesso a tutti gli azionisti che posseggano una quota inferiore al 15% delle azioni in circolazione.

Si tratta quindi di un esempio, di matrice pattizia, dei cd. diritti di quota per i quali è l'ordinamento stesso a fornire un giudizio positivo di configurabilità, in quanto ad essi ricorre in più occasioni in altri ambiti della disciplina societaria³⁴¹. Al riguardo basti guardare alla stessa disposizione del, già poc'anzi ricordato, art. 2351, co. 2, c.c. ove è espressamente previsto che l'esercizio del diritto di voto possa essere validamente limitato o disposto in scaglionamenti, appunto, “*in relazione alla quantità di azioni possedute dallo stesso soggetto*”.

3.2 Modalità di introduzione delle clausole di co-vendita.

Prima di esaminare i principi di diritto societario che, nell'alternativa tra principio unanimistico ovvero principio maggioritario, debbono orientare la scelta dell'interprete, per ottenere che sia validamente effettuata l'introduzione delle clausole all'interno dell'articolato statutario, è necessaria una premessa di ordine generale.

Innanzitutto, va precisato che la questione si concentra sulla sola ipotesi di necessità del consenso con riferimento agli accordi raggiunti in un tempo successivo rispetto al momento della costituzione della società. *Nulla quaestio*, infatti, qualora le pattuizioni di co-vendita siano previste sin da principio nello statuto, giacché la necessaria approvazione all'unanimità dell'atto costitutivo esclude in radice ogni problema che si leghi ad una manifestazione espressa di consenso da parte dei soci.

Ciò detto, va altresì premesso, che la tematica si intende riferita alle sole clausole di *drag along*, con esclusione di quelle di *tag along*. La differente rilevanza deriva dalla considerazione che soltanto le prime

Analogamente, il diritto di trascinarsi sarà di titolarità di chiunque venga a detenere almeno il 60% delle azioni.

³⁴¹ L'espressione è stata coniata da M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber Amicorum G.F. Campobasso*, cit., 601.

sono in grado di aggravare la posizione del socio soggetto alla clausola. E' chiaro infatti che unicamente in relazione al patto di trascinarsi - il quale, come più volte osservato, attribuisce un diritto potestativo a decidere la sorte dell'altra partecipazione sociale - si accompagnano penetranti rilievi circa la necessità del consenso (anche non attuale, s'intende) del socio trascinato.

Al contrario, la clausola di *tag along* si risolve nella semplice costituzione di un diritto ad alienare la propria partecipazione congiuntamente alla quota azionaria del socio uscente. Di conseguenza la volontà del socio è sempre attuale, perché sarà lui stesso a determinarsi se e in che misura decidere di accodarsi. In altri termini non vi è spazio per quella situazione di "forzabilità" all'obbligo che costituisce il tratto tipico della cessione prevista dalle clausole di *drag along* e che, appunto, ne rende necessario l'esame.

Nell'unico caso nel quale la giurisprudenza di merito ha avuto occasione di pronunciarsi, è stato affermato il principio secondo cui l'accordo di trascinarsi soggiace esclusivamente alla regola unanimistica, sicché una sua introduzione a maggioranza produce la nullità della relativa delibera³⁴².

Benché il punto che ha fondato la decisione sia sicuramente controvertibile, possiamo in questa sede fissare la regola dell'unanimità come assunto acquisito, poiché è ragionevole ritenere che su di esso si fonderanno, almeno in un prossimo futuro, anche le pronunce dei giudici.

Orbene, la ragione più consistente sottesa all'applicazione del metodo unanimistico si sostanzia nel diritto alla "*conservazione della qualitas di socio*"³⁴³. Segnatamente, si tratterebbe non solo del diritto alla partecipazione patrimoniale in società spettante a ciascun socio, ma anche, e soprattutto del diritto a "*rimanere in società fino a quando*

³⁴² Trib. Milano, Decr. 24 marzo 2011, cit., 59 ss.

³⁴³ P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 21, nt. 44.

egli lo desideri” e quindi a non vedersene arbitrariamente estromesso contro la propria volontà³⁴⁴.

Siffatto diritto, benché non sia rinvenibile in alcuna norma espressa, sarebbe da considerarsi immanente all’ordinamento e quindi varrebbe a sottrarre alla maggioranza il potere di disporre liberamente dell’altrui partecipazione (*rectius*, disporre senza il consenso del socio interessato)³⁴⁵. In altri termini, qualsiasi patto o clausola sociale - ivi compreso l’accordo di *drag along* - che abbia come conseguenza l’esclusione del socio dalla società necessiterebbe del suo espresso consenso, beninteso, salvo che non vi sia una disposizione di legge che esplicitamente ne autorizzi l’allontanamento dalla compagine sociale³⁴⁶.

A beneficio della tesi dell’unanimità si è anche osservato che l’introduzione a maggioranza del patto di trascinamento sarebbe contrario al generale divieto di imporre ai soci obblighi ulteriori al conferimento (art. 2253 c.c.)³⁴⁷.

Siffatto principio vale a vincolare la compagine sociale nel senso che ad essa è sottratta la possibilità di introdurre a maggioranza obblighi ulteriori e diversi rispetto al conferimento di capitale. In questo modo si sancisce implicitamente che a nessun socio potrà esser richiesto - salvo che poi intervenga l’approvazione del medesimo - di accrescere l’ammontare economico della sua partecipazione.

³⁴⁴ Così testualmente V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell’azionista*, cit., 186, ivi 170 ss. per l’individuazione e la dimostrazione dell’esistenza del diritto alla qualità di socio.

³⁴⁵ Muovendo da questa argomentazione sostengono la necessità della regola unanimistica E. MALIMPENSA, *L’obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela*, cit. 385 ss.; ID. *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, cit., 665 ss.; P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 149 ss.

³⁴⁶ Un esempio di esclusione *ex lege* del socio si rinviene nella possibilità di dichiarare decaduto il socio moroso per mancato versamento dei conferimenti (art. 2344, II co., c.c.). Sul tema delle pattuizioni, statutarie e non, dirette all’esclusione del socio si rinvia a M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997, 350 ss.

³⁴⁷ Il principio, di carattere generale e implicito, è stato in origini enucleato da V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell’azionista*, cit., 189 ss.

In questo senso, parte della dottrina ha sottolineato che il patto statutario di *drag along* - introdotto a maggioranza senza il consenso del socio forzato - impone in capo a quest'ultimo un nuovo obbligo patrimoniale il quale, esulando dal conferimento di capitale, sarebbe da considerarsi *ultra vires* rispetto ai poteri dell'organo assembleare³⁴⁸.

In senso contrario, si è osservato che l'articolo 2253 c.c. si applica, concordemente alla sua *ratio*, esclusivamente con riguardo agli obblighi di natura patrimoniale e, nel caso di specie, non si può dire che la clausola di *drag along* comporti un maggior impegno economico del socio trascinato³⁴⁹. Di conseguenza, il patto di trascinamento, ancorché foriero di nuovi obblighi - si noti, non patrimoniali - per il socio non consenziente, dovrebbe quindi essere sottratto dall'alveo di siffatta regola, così ammettendone la possibilità di introduzione a maggioranza.

A sostegno di quest'ultima tesi si è anche sostenuto che il *drag along* non ha ragione di venir sottratto all'applicazione della regola generale vigente in tema di società di capitali, la quale vede la preminenza assoluta del principio maggioritario, ricorrendo alla regola unanimistica solo in via eccezionale³⁵⁰. Così, la posizione del socio

³⁴⁸ Questa ricostruzione è sostenuta da Così C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger*, cit., 220; In questo senso, *ex aliis* E. MALIMPENSA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, cit., 664 s. *Contra* G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along*, cit., 1056 ss.

³⁴⁹ G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along*, cit., 1070 ss.; G. SBISÀ, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinamento (drag along)*, cit., 630 ss.

³⁵⁰ Si esprimono in questo senso, ammettendo la delibera introduttiva di *drag along* adottata a maggioranza G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along*, cit., 1056 ss.; G. AGRUSTI, *Le clausole di drag along e tag along*, 38 s.; M. DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, cit., 1085 s.; D. SCARPA, *Clausole di trascinamento di partecipazione societaria tra struttura e limiti. "Drag along clause": structure and limits*, cit., 44.

trascinato e non consenziente si vede adeguatamente tutelata - in conformità ai principi organizzativi generali del tipo societario – in forza della facoltà a lui riconosciuta di recedere dalla società (art. 2438, II co., c.c.)³⁵¹.

3.3 Equa valorizzazione delle azioni trascinate.

Come si è già avuto modo di rilevare, i patti di *drag along* e di *tag along* comportano come risultato ultimo la vendita congiunta delle partecipazioni azionarie; tuttavia si è anche detto che differenti sono le ricostruzioni ipotizzabili degli accordi e, soprattutto, diverse sono le posizioni giuridiche appartenenti ai soggetti interessati dalle pattuizioni.

Segnatamente, con il patto di trascinamento il socio di minoranza affida le sorti della sua partecipazione a valutazioni (parzialmente) discrezionali del socio di maggioranza, tra le quali si annovera la fissazione del prezzo di riferimento per il trasferimento forzoso delle azioni.

Salvo i profili relativi all'arbitraggio di parte, gli studiosi della materia hanno prospettato l'esistenza di un diritto alla cd. equa valorizzazione delle partecipazioni del socio di minoranza. Costui avrebbe infatti il diritto di vedersi riconosciuto un prezzo minimo per le azioni che si è obbligato a trasferire al terzo su richiesta del socio di maggioranza, così che il socio di minoranza possa essere pienamente ed efficacemente tutelato da eventuali comportamenti espropriativi del socio che assume la decisione di trasferire.

³⁵¹ Soluzione espressamente prospettata da M. DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, cit., 1086. In generale, la tesi dell'introducibilità a maggioranza - bilanciata dal riconoscimento del diritto di recesso in occasione della delibera - è sostenuta da quella parte di dottrina che riscontra nel *drag along* un limite alla circolazione delle azioni.

Ancora una volta, e sempre in ragione dello stato di soggezione in cui si trova il socio trascinato, il dibattito si concentra con esclusivo riferimento alla clausola di trascinamento.

Brevemente va osservato infatti che l'attivazione del meccanismo di accodamento è affidata per sua natura al socio chiamato a dismettere la partecipazione (solitamente) di minoranza; per questa ragione non si pone alcun problema relativo alla determinazione del prezzo. In ogni occasione egli sarà libero di valutare discrezionalmente il corrispettivo che il socio di maggioranza ha pattuito e, ove lo ritenesse congruo, sarebbe altresì libero di co-vendere insieme a lui. Nell'ipotesi inversa, qualora il socio di minoranza dovesse ritenere il valore attribuito alle azioni assai inferiore a quello ritraibile dalla vendita disgiunta, egli conserverebbe la facoltà di non vendere, mantenendo la proprietà delle proprie azioni.

Ben si comprende allora il motivo che ha spinto l'unica giurisprudenza al riguardo a richiedere la previsione di un meccanismo che garantisca la congruità del prezzo “di trascinamento” sicché il vincolo assunto dal socio di minoranza non si traduca in una sua assoluta soggezione al volere del socio trascinate³⁵².

Concordemente, la dottrina che si è mostrata favorevole alla co-essenzialità del suddetto meccanismo con la clausola statutaria di *drag along*, ha fatto esplicito riferimento al metodo di valorizzazione delle azioni previsto per il caso di recesso del socio (art. 2437-ter c.c.)³⁵³.

³⁵² Trib. Milano, ord. 31 marzo 2008, cit., 1373 ss.

³⁵³ C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, cit., 1383 s.; V. SANGIOVANNI, *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, cit., 705; M. DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, cit., 1086; L. FABBRINI, *Validità delle clausole di drag-along*, cit., 1046; P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 226 ss.; D. SCARPA, *Clausole di trascinamento di partecipazione societaria tra struttura e limiti. “Drag along clause”: structure and limits*, cit., 50 s.

Con ancora maggiore incisività, si è poi osservato che la combinazione tra la vendita forzata delle azioni (e di qualsiasi bene di proprietà) e l'assenza di un congegno che assicuri la congruità del corrispettivo ricevuto, produrrebbe effetti assimilabili a un meccanismo espropriativo, come tale in contrasto con i precetti costituzionali sanciti dagli articoli 24 e 42 della Costituzione³⁵⁴.

Tuttavia la dottrina di segno contrario ha argomentato nel senso di ritenere un siffatto obbligo di valorizzazione oltremodo gravoso per l'effettivo funzionamento del patto statutario di trascinamento³⁵⁵.

Secondo questa corrente interpretativa si possono avanzare seri dubbi “*sulla effettiva esistenza di un principio inderogabile del nostro diritto societario a norma del quale il socio non possa essere spinto all'exit senza che gli sia concesso di recuperare l'effettivo (congruo), valore della sua quota (...)*”³⁵⁶. Sarebbe quindi improprio estendere la disciplina prevista in tema di recesso per ottenerne una regola non solo generale ma, anche e soprattutto, idonea a superare il consenso espresso dal soggetto toccato dalla vendita forzata. In altri termini, non c'è necessità di costruire un meccanismo così limitante nell'ottica di fornire tutela al socio trascinato il quale, si badi, ha attivamente concorso (si ricorda qui l'orientamento che vuole l'applicazione del principio unanimitico) all'approvazione del patto che successivamente lo vincola a vendere³⁵⁷.

³⁵⁴ C. D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (tag along e drag along)*, cit., 409 s.. Le argomentazioni dell'Autore sono anche riprese da G. SATTA, *Clausola di bring along: struttura finalità e requisiti essenziali*, cit., 538; L. BALLERINI, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, cit., 1480.

³⁵⁵ C. D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (tag along e drag along)*, cit., 408 ss.; N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento (“drag-along”)*, cit., 184 ss.; A. STABILINI - N. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 996 ss.

³⁵⁶ Così C. D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (tag along e drag along)*, cit., 410.

³⁵⁷ N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento (“drag-along”)*, cit., 186, sottolinea inoltre che, ove anche si ammettesse l'esistenza di un siffatto principio, questo sarebbe tutt'altro che inderogabile dalle parti (art. 2437-ter, IV co. c.c.)

In conclusione, considerata l'incisività delle diverse argomentazioni, non pare possibile propendere arbitrariamente per l'una o l'altra lettura in merito alla necessità di un meccanismo di equa valorizzazione. Sembra invece plausibile la ricostruzione offerta dalla giurisprudenza la quale allo stato, ancorché esposta a profili di opinabilità, si pone certamente quale utile riferimento nella prassi contrattuale relativa alla formulazione delle future pattuizioni³⁵⁸.

³⁵⁸ Si richiamo le parole di Trib. Milano, ord. 31 marzo 2008, 1376, “*quand’anche l’introduzione di una siffatta clausola sia frutto dell’unanime decisione dei soci e, dunque, espressione della libertà negoziale di ciascuno di essi (...) l’obbligo di co-vendita del socio di minoranza deve trovare congruo contrappeso negoziale in un’equa valorizzazione della partecipazione (...) e dunque che non determini in concreto un effetto espropriativo della differenza tra il valore effettivo della partecipazione e il valore convenzionalmente fissato per il trasferimento (...) in concreto esso 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 comma 2 3 4 c.c.*”

Conclusioni

Il contesto imprenditoriale attuale, nelle sue innumerevoli declinazioni, è caratterizzato non tanto e non solo da una crescita in senso propriamente economico e quantitativo, quanto piuttosto da un'espansione che si dirige verso la creazione di un unico mercato transnazionale. Suddetto luogo di scambio, sebbene sia perennemente mutevole nella sua dimensione statale, tende in senso lato a perseguire un obiettivo unitario, appunto la creazione di un mercato globale. Il processo di uniformazione tende però a rallentare tanto più si avvicina il raggiungimento dell'uniformità. Più precisamente, nei singoli ordinamenti si rinvengono soluzioni negoziali sempre più tra loro assimilabili e quindi, nell'ottica del raggiungimento di un risultato del tutto comparabile, tanto più la somiglianza sarà consistente, quanto più il percorso di avvicinamento rallenterà.

Il tratto peculiare di questo processo si sostanzia nella sua soggezione ad un sistema di regole uniformi e parzialmente distinte dai singoli ordinamenti³⁵⁹. Si tratta di una “*nuova lex mercatoria*” che, muovendo dagli isolati sistemi giuridici nazionali (non necessariamente statuali) si indirizza verso un unico punto di convergenza, affinché sia possibile rispondere alle necessità globali proprie degli operatori (anche) economici³⁶⁰. Questi si trovano ad affrontare tendenzialmente i medesimi problemi qualsiasi sia la loro collocazione territoriale, ma diverse sono le risposte fornite dai singoli ordinamenti, in ragione delle differenze storiche, giuridiche e, appunto, anche economiche.

³⁵⁹ Basti pensare agli innumerevoli strumenti di armonizzazione delle discipline nazionali, i quali ormai forniscono regole nuove, proprie del diritto commerciale internazionale, primi fra tutti si ricordano i Principi UNIDROIT.

³⁶⁰ La locuzione è coniata da R. DAVID, *Il diritto del commercio internazionale: un nuovo compito per i legislatori nazionali o una nuova lex mercatoria?*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, 577.

In questo scenario le tecniche giuridiche private assumono un ruolo decisivo, poiché permettono di approntare soluzioni che siano rispettose e coerenti del sostrato legislativo interno, ma al contempo adatte ed efficaci se riferite alle esigenze economiche transnazionali. In altri termini, il compito del giurista si traduce (anche) nello studio di occorrenze e fenomeni giuridici allogeni al fine di enuclearne una declinazione coerente con l'ordinamento giuridico di appartenenza.

In proposito sono ancora attuali le illuminanti parole di Francesco Galgano: “(...) sono altri, non già le leggi, gli strumenti mediante i quali si attuano le trasformazioni giuridiche. Il principale strumento della innovazione giuridica è il contratto”³⁶¹. Egli sottolinea che la globalizzazione del diritto e dell'economia fornisce nuovo vigore al fenomeno negoziale, al quale viene affidato il compito di essere il punto di connessione tra le singole unità statuali, sicché le stesse possano efficacemente interloquire sul mercato ormai globale.

L'accordo privato - nella sua dimensione economica e internazionale, ma non (ancora) giuridica - si sostituisce quindi parzialmente ai processi legislativi nazionali, così da fornire uno schema operativo uniforme e costante indipendentemente dalla luogo in cui viene ad essere realizzato.

In questo senso, un esempio fulgido è fornito dai patti di co-vendita, essi scaturiscono dalla circostanza fattuale dell'esistenza di beni complementari e dalla volontà dei relativi proprietari di massimizzare le possibilità di profitto nel momento dismissivo. Come osservato, queste considerazioni, se calate nel contesto societario, si traducono nella negoziazione tra gli imprenditori/investitori, fino ad ottenere, appunto, gli accordi di *drag along* e di *tag along*.

³⁶¹ F. GALGANO, *Diritto e economia alle soglie del nuovo millennio*, in *Contratto e impresa*, 2000, 189 ss., ivi 197.

Si osservi che queste pattuizioni, ancorché originarie degli ordinamenti anglosassoni, hanno ormai una diffusione mondiale in ragione delle comuni esigenze imprenditoriali³⁶².

In quest'ottica pare quindi più corretto affermare che le pattuizioni esaminate nascono, non già da uno specifico ordinamento, quanto piuttosto si presentano come sintomo di uniformi bisogni imprenditoriali, e per questo appartengono ad una dimensione a-nazionale; se si preferisce sono propri del mercato globale, non della somma di molteplici mercati nazionali.

Orbene, il giudizio di compatibilità della prassi internazionale rispetto all'ordinamento interno deve tendenzialmente avere segno positivo. Salvo la necessità di compiere gli opportuni adattamenti in relazione alle norme imperative proprie di ciascun sistema, il rifiuto apodittico circa la configurabilità degli accordi di co-vendita - come del resto della maggioranza dei risultati negoziali atipici, si pensi ad esempio al *franchising* e al *leasing* - si risolverebbe nella sottrazione agli operatori economici di un importante strumento giuridico per la tutela dei loro interessi e, in ultima analisi, in loro minor propensione a compiere investimenti in quel determinato paese. Si tratta quindi di tradurre gli accordi privati internazionali negli ordinamenti nazionali, mantenendone non necessariamente l'uniformità formale, quanto piuttosto assicurandone l'omogeneità degli effetti.

Allora ben si capisce come mai la giurisprudenza italiana non abbia mai dubitato della meritevolezza delle convenzioni in esame e, chiamata a valutarne la compatibilità con le norme del diritto societario, si è limitata a individuare alcuni correttivi; segnatamente, l'applicazione del principio unanimistico per l'introduzione statutaria dell'accordo di trascinamento e la necessità che le parti prevedano un

³⁶² *Ex aliis*, P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, cit., 22. L'Autore si sofferma in particolare sullo studio delle pattuizioni esaminate nel mondo giuridico sudamericano

meccanismo - o comunque garantiscano in qualche modo - l'equa valorizzazione della partecipazione trascinata.

In altri termini, il giudice “*consapevole dell'isolamento economico nel quale altrimenti si collocherebbe il paese nel contesto dei mercati internazionali sarà portato ad esprimere il giudizio di meritevolezza, piuttosto che rispetto al solo ordinamento interno, con riferimento ai principi accolti nelle nazioni di civiltà affine*”³⁶³.

La giurisprudenza quindi estende lo spettro delle sue valutazioni, conscia del suo nuovo (e ulteriore) ruolo di punto di connessione tra l'insieme degli strumenti giuridici del commercio internazionale e le categorie del diritto interno.

In definitiva, si può osservare che, ancorché il risultato finale sia il medesimo in tutti gli ordinamenti - ossia i patti di co-vendita sono ammessi e riconosciuti come manifestazione di interessi meritevoli di tutela -, i giudici giungono a tale risultato mediante percorsi differenti.

Si ricordi in proposito quanto detto circa le modalità di introduzione richieste per l'accordo di trascinamento. La giurisprudenza italiana, mossa da una (forse eccessiva) ricerca di tutela per il contraente debole richiede, affinché la delibera sia valida, il consenso unanime dell'insieme della compagine sociale³⁶⁴.

Diametralmente le corti anglosassoni hanno abbracciato il principio secondo cui l'introduzione del medesimo accordo è validamente effettuata con una delibera adottata a maggioranza³⁶⁵. Anzi, con maggiore incisività i giudici di oltremarica rilevano che il potenziale effetto espropriativo della neo-introdotta clausola non è ragione sufficiente a rendere necessario il consenso del socio trascinato, poiché è controbilanciato - almeno nel caso concreto sottoposto alla

³⁶³ Le parole sono ancora di F. GALGANO, *Diritto e economia alle soglie del nuovo millennio*, cit., 202.

³⁶⁴ Trib. Milano, ord. 31 marzo 2008, cit., 1373 ss.; conforme Trib. Milano, Decr. 24 marzo 2011, cit., 59 ss.

³⁶⁵ *Arbutnott v Bonnyman and Others*, (2015), *EWCA Civ.*, 536 ss.

corte - da un effettivo interesse (anche) sociale alla dismissione congiunta delle partecipazioni.

L'esame della differente casistica, pur prestando la dovuta attenzione ai tratti peculiari dei diversi ordinamenti, non può e non deve arrivare a negare il dato di fatto, ossia che i negozi di co-vendita sono ormai uno strumento imprescindibile per le attività commerciali. Se da un lato siffatte pattuizioni traggono origine dalle esigenze di regolamentazione del momento dismissivo nelle operazioni di *private equity*, dall'altro si deve rivelare che al giorno d'oggi hanno una diffusione sempre più vasta. Il ricorso alle clausole di co-vendita si presenta con maggiore frequenza soprattutto nelle società chiuse o con ristretta base azionaria. In questo ultimo modello azionario, i patti assolvono anche un nuovo compito; non sono più esclusivamente lo strumento con cui il socio investitore si garantisce la possibilità di monetizzare al meglio il proprio apporto di capitale, ma assicurano anche la possibilità di creare un mercato di riferimento per quelle società che, essendo appunto composte da pochi soci, ne sono sprovviste.

Bibliografia

AGRUSTI G., *Le clausole di drag along e tag along*, in *Amm. e finanza*, 2014, 34 ss.

ALLOTTI V., Art. 2355 – *Circolazione delle azioni*, in *Commentario al Codice Civile*, a cura di CENDON P., Milano, 2010.

ANGELICI C., *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag along*, in AA. VV., *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011.

ANGELICI C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in COLOMBO G.E. - PORTALE G.B. (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, II, Torino, 1991.

ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003.

ARREGLE J., HITT M. A., SIRMON D. G., VERY P., *The development of Organizational Social Capital: Attributes of Family Firms*, in *Journal of Management Studies*, n° 44, 2007, 73 ss.

ASCARELLI T., *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955.

ASCARELLI T., *Sui limiti alla circolazione della partecipazione azionaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1953, 281 ss.

ASCARELLI T., *Sui limiti statutari alla circolazione delle azioni e sui diritti individuali degli azionisti* in *Riv. dir. comm.* 1931, 487 ss.

ASCARELLI T., *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Milano, 1960.

AVAGLIANO M., *Le clausole che limitano o escludono la circolazione di azioni*, in IRRERA M. (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011.

BALLERINI L., *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, in *Contratto e impresa*, 2014, 1020 ss.

BALLERINI L., *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, in *Contratto e impresa*, 2014, 1470 ss.

BARALIS G., *Le parti. Problemi generali e casistica*, IRRERA M. (diretto da), *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011.

BARENGHI A., *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, 2005.

BATTAGLINI M., NUNNARI S., PALFREY T., *The Free Rider Problem: a Dynamic Analysis*, in *National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 17926*, 2012, consultabile sul sito www.ssrn.com.

BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1960

BIANCA C.M., *Il contratto*, in *Diritto civile*, III, Milano, 2000

BIANCA C.M., *La vendita e la permuta*, in F. VASSALLI (diretto da), *Trattato di Diritto Civile*, VII.1, Torino, 1972.

BIENZ C., WALZ U., *Venture Capital Exit Rights*, in *Journal of Economics & Management Strategy*, 2010, XIX, 1071 ss.

BLACK B.S., GILSON R.J., *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Bank versus Stock Markets*, XLVII, *Journal of Financial Economics*, 1998, 252 ss.

BOCCHINI F. - QUADRI E., *Diritto Privato*, Torino, 2014, 98 ss.

BOCCHINI F., *Limitazioni convenzionali del potere di disposizione*, Napoli, 1977.

BONVICINI D., *Associazione temporanee di imprese*, in *Enc. giur. Treccani*, II, 1988.

BOTTI L., *Clausola di “covendita forzata” e “drag along”*, in *Giur. comm.*, 2016, 909 ss.

BUONOCORE V. (a cura di), *Istituzioni di diritto commerciale*, Torino, 2000.

BUONOCORE V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960.

CAMPOBASSO G. F., in *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1992.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto delle società* in *Il diritto commerciale*, Torino, II, 2014.

CAPPUCCI L., *Clausole di covendita: Tag along, piggy back, drag along, bring along*, consultabile sul sito internet www.newsmercati.it.

CARIELLO V., *Sistema dualistico e s.p.a. cc.dd. chiuse "a controllo familiare"* in *Riv. dir. civ.*, 2008, 446 ss.

CARPINO B., *La prelazione nell'acquisto dei fondi rustici*, in IRTI N. (a cura di), *Manuale del diritto agrario*, Torino, 1978.

CASTELLANO G., *Fine della clausola di gradimento?*; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1978, 316 ss.; nonché in *Foro it.*, 1979, 2721 ss.

CAVALLO M. e PORTOLANO F., *Drag-along, tag-along corporate governance e altre pattuizioni tipiche delle operazioni di private equity dal 2008 al 2012. Standard di mercato e trend di sviluppo*, consultabile sul sito internet www.portolano.it.

CHEMLA G., HABIB M., LJUNQVIST A., *An analysis of shareholder agreements*, in *Journal of the European Economic Association*, 2007, V, 95 ss.

COASE R. H., *The problem of social cost*, in *Journal of Law and Economics*, 1960, 1 ss.

CORAPI D., *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, 1971.

CORAPI D., *Le società per azioni*, in AA. VV. *Diritto privato comparato. Istituti e problemi*, Bari, 2012.

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008.

D'ALESSANDRO C., *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2010, IV, 373 ss.

D'ARCANGELO F., *Il divieto contrattuale di alienare in Obbl. e contr.*, 2007, 246 ss.

DAL SOGLIO P., *Art. 2355*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Padova, 2005.

DAL SOGLIO P., *Art. 2355-bis*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Milano, 2005.

DAVID R., *Il diritto del commercio internazionale: un nuovo compito per i legislatori nazionali o una nuova lex mercatoria?*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, 577 ss.

DE ANGELIS L., *Clausole di prelazione al "giusto prezzo"*, in BONELLI F. e JAEGER P. G. (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993.

DE LUCA N., *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (Tag e Drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 65 ss..

DE LUCA N., *Art. 2355*, in NICCOLINI G. e STAGNO D'ALCONTRES A. (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, I, Napoli, 2004.

DE LUCA N., *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007.

DE LUCA N., *Validità delle clausole di trascinamento ("drag-along")*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, 175 ss.

DE NOVA G., *Il contratto alieno*, Torino, 2010.

DE NOVA G., *Il Sale and Purchase Agreement: un contratto commentato*, Torino, 2013.

DEL LINZ M., *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, 1073 ss.

DELL'ANTONIA M., *Le clausole di covendita*, in RUFINI D. (a cura di), AA. VV. *Quaderni dir. impr.*, Milano, 2016, 1 ss.

DEMARIA C., *Introduction to private equity*, Wiley Finance, 2010.

DI BITONTO C., *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Società*, 2008, 1382 ss.

DI NANNI C., *Studi sulla riforma delle società di capitali*, Napoli, 2003.

DI SABATO F., *Diritto delle società*, Milano, 2003.

DIVIZIA P., *Circolazione della partecipazione sociale e limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Riv. not.*, 2012, 462 ss.

DIVIZIA P., *Clausole statutarie di covendita e trascinarsi*, in *Notariato*, 2009, 163 ss.

DIVIZIA P., *Le clausole di tag e drag along*, Milano, 2013, 27.

DONATIVI V., *sub art. 2341-bis c.c.*, in NICCOLINI G. - STAGNO D'ALCONTRES A., *Società di capitali. Commentario*, I, Napoli, 2004

DYCK A. - ZINGALES L., *Private benefits of control: an international comparison*, in *Journal of Finance*, 2004, 537 ss.

EASTERBROOK F. H. e FISCHER D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1991.

EREDE S., *Clausole di prelazione sociale e parasociale: tipi e effetti*, in BONELLI F. e JAEGER P. G. (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993.

FABBRINI L., *Validità delle clausole di drag-along*, in *Giur. comm.*, 2009, V, 1034.

FERRI G. *Titoli di credito*, Torino, 1958.

FERRI G., *Il nuovo corso della giurisprudenza di Cassazione in tema di clausole di gradimento*.

FERRI G., *La necessità del documento nell'esercizio del diritto cartolare*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1964, 9 ss.

FERRI G., *Le società*, in VASSALLI F. (diretto da), *Trattato di Diritto Civile*, IV, Torino, 1985.

FERRI G.B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1965, 156 ss.

FLEISCHER H., *Comparative Corporate Governance in Closely Held Corporations*, in J. GORDON - W.G. RINGE, *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, 2016.

FORTUNATO S., *La Consob e il mercato mobiliare* in AA.VV. *Diritto Commerciale*, II, 1995.

FRANCESCHELLI R., *Imprese e imprenditori*, Milano, 1972, 103 ss.

FURGIUELE L., *Circolazione delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti (art. 2355 c.c.)* in ABRIANI N., *Codice delle Società*, Torino, 2016, 726 ss.

FUSARO A., *Il divieto contrattuale di alienazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1988, 78 ss.

GABRIELLI E., *Il contenuto e l'oggetto*, in P. RESCIGNO - E. GABRIELLI (diretto da), *Trattato dei contratti*, I, Torino, 2006

GABRIELLI G., *Il contratto preliminare*, Milano, 1970.

GALGANO F. - GENGHINI R., *Il nuovo diritto societario*, in GALGANO F. (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, I, Padova, 2006

GALGANO F., *Diritto e economia alle soglie del nuovo millennio*, in *Contratto e impresa*, 2000, 189 ss.

GALGANO F., *Il contratto*, Padova, 2007.

GALGANO F., *La società per azioni*, in GALGANO F. (a cura di) *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, VII, Padova, 1984, 134 ss.

GALGANO F., *Lex Mercatoria*, Bologna, 1993

GALGANO F., *Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1976

GAMBARO A. e SACCO R., *Sistemi giuridici comparati*, in SACCO R. (diretto da) *Trattato di diritto comparato*, II, Torino, 1996, 144 ss.

GAROFALO A.M., *La causa del contratto tra meritevolezza degli interessi ed equilibrio dello scambio*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, 573 ss.

GATTI S., Art. 2355 in D'ALESSANDRO F. (diretto da) *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II.1, Napoli, 2010, 305 ss.

GATTI S., *L'iscrizione nel libro dei soci*, Milano, 1969, 237 ss.

GIAMPAOLINO C.F., *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, 526 ss.

GIAMPAOLINO C.F., *Clausola di co-vendita ed equa valorizzazione dell'azione*, in *Banca, borsa, tit. cred.* 2009, 532 ss..

GIUDICI P., *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.* 2001, 490 ss.

GOMTSIAN S., *Exit in Non-Listed Firms: When and How to Use Share Transfer Restrictions?*, in *European Business Law Review*, 2016, 720.

GOMTSIAN S., *Private Ordering of Exit in Limited Liability Companies: Theory and Evidence from Business Organization Contracts*, in *American Business Law Journal*, LIII, 700 ss.

GOODE R., *Commercial law*, Londra, 1982.

GOWER L., DAVIES P.L., *Principle of Modern Company Law*, Londra, 2001.

GROSSO G. - DEJANA G., *Le servitù prediali*, in VASSALLI F. (a cura di) *Trattato di diritto civile italiano*, V-1, 1951, Torino.

HAHLO H.R., TREBILCOCK M.J., *Hahlo's Casebook on Company Law*, Londra, 1977.

HANNIGAN B., *Company Law*, Oxford, 2009.

HARKER M., HVIID M., *Competition Law Enforcement: the "Free-Riding" Plaintiff and Incentives for the Revelation of Private Information*, Centre for Competition Policy, consultabile sul sito www.ssrn.com.

KORNHAUSER L. A., *The Nexus of Contracts Approach to Corporations: A Comment on Easterbrook and Fischel*, in 89 *Columbia Law Review*, 1989, 1449 ss.

KRAAKMAN R., ARMOUR J., DAVIES P.L., ENRIQUES L., HANSMANN H., HERTIG G., HOPT K., KANDA H., PARGENDLER M., RINGE W., ROCK E., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*. Oxford, 2017.

KUTUFÀ I., *Osservazioni in tema di responsabilità e obblighi per la tenuta del libro dei soci*, in *Giur. Comm.*, 2009, 1125 ss.

Lodo del 29 luglio 2008, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, 523 ss.

LUMINOSO A., *Mandato, commissione, spedizione*, in CICU A. - MESSINEO F. (già diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, XXXII, Milano, 1984.

LUZZATTO G., *Per una storia economica d'Italia*, Bari, 1974

MACRÌ E., *Patto parasociale di prelazione e di covendita e denuntiatio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 103 ss.

MAFFEIS D., *Sale and purchase agreement: clausole aliene di drag along e tag along, di gradimento e di prelazione*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, 1 ss.;

MALIMPENSA E., *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011

MALIMPENSA E., *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 660 ss.

MALIMPENSA E., *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 383 ss.

MAYSON S., FRENCH D., RYAN C., *Company Law*, Oxford, 2013.

MESSINEO F., *Il contratto in genere*, in CICU A. - MESSINEO F. (già diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, XXI, Milano, 1968.

MIGNOLI A., *Idee e problemi nell'evoluzione della "company" inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 632 ss.

MODIGLIANI F., MILLER M. H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *The American Law Review*, XLVIII, 3, 1958, 261 ss.

MORANO A. - MUSUMECI T., *Brevi note in tema di patti parasociali*, in *Riv. not.*, 1989, 539 ss.

MORSE G., *Partnership Law*, Oxford, 2010.

MOSCARINI V., *Prelazione*, in *Enc. dir., Treccani*, XXXIV, Roma, 1985.

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in ABBADESSA P. e PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber Amicorum G.F. Campobasso*, I, Torino, 2007.

OPPO G., *I contratti parasociali*, Milano, 1942

OPPO G., *Realtà giuridica globale dell'impresa nell'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, 595 ss.; ora in *Scritti giuridici. Diritto dell'impresa*, Padova, 1992, 61 ss.

PANFILO M., *Il venture capital in Italia, numeri e prospettive*, in *Innovazione*, Navacchio, XVII, 2012, 16 ss.

PANZARINI E., *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Milano, 2007.

PAVONE LA ROSA A., *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 2004, 5 ss.

PENNINGTON R., *Company Law*, Londra, 1990.

PERONE G., *L'interesse consortile*, Milano, 2008.

PERRINO M., *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997.

PONTI L. e PANNELLA P., *La "preferenza" nel diritto ereditario e successorio*, Milano, 2003.

PRATT S. P., *Valuing a business: the Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, New York, 2008.

PROVERBIO D., *I patti parasociali. Disciplina, prassi e modelli contrattuali*. Milano, 2010.

PROVERBIO D., *I patti parasociali. Teoria e prassi*, Milano, 2004

RESCIO G.A., *I patti parasociali*, in *Riv. not.* 2002, 319 ss.

RESCIO G.A., *La disciplina dei patti parasociali dopo la legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2002, 841 ss.

RESCIO G.A., *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 596 ss.

RESCIO G.A., *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in *Giur. comm.*, 2012, 1059 ss.

RESCIO G.A., *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along*, in *Giur. comm.*, 2012, 1057 ss.

ROCK E.B., WATCHER M.L., *Waiting for the Omelette to Set. Match Specific Assets and Minority Oppression*, in MORCK R.K. (a cura di), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, 2000.

ROE M. J., *The institutions of Corporate Governance*, in C. MENARD - M.M. SHIRLEY, *Handbook for New Institutional Economics*, Berlino, 2005, 371 ss.

ROPPO V., *Il contratto*, in G. IUDICA - P. ZATTI, (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Milano, 2001.

ROSSANO L., *La natura e la validità della clausola di drag along*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 124 ss.

RUBINO D., *La compravendita*, in CICU A. - MESSINEO F. (già diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, XXIII, Milano, 1971.

RUSCONI U., *Clausole di gradimento e clausole di prelazione nella recente prassi societaria*, in *Riv. Soc.* 1958, 145 ss.

SACCO R. - DE NOVA G., *Obbligazioni e contratti*, II, in RESCIGNO P. (diretto da), *Trattato di diritto privato*, Torino, 1986.

SÀEZ LACAVE M.I, BERMEJO GUTIÉRREZ N., *Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag-Along and Drag-Along Clauses*, in *European Business Organization Law Review*, 423 ss.

SANGIOVANNI V., *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, in *Notariato*, 2013, 698 ss.

- SANTONI G., *Patti parasociali*, Napoli, 1985.
- SANTORO-PASSARELLI F., *Struttura e funzioni della prelazione convenzionale*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1981, 697 ss.
- SANTOSUOSSO D., *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1993.
- SATTA G., *Clausola di bring along: struttura finalità e requisiti essenziali*, in *Riv. dir. imprese*, 2008, 535 ss
- SBISÀ G., *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinamento (drag along)*, in *Contratto e impresa*, 2015, III, 635 ss.
- SCARPA D., *Clausole di trascinamento di partecipazione societaria tra struttura e limiti. "Drag along clause": structure and limits*, in *Giust. civ.*, 2013, 43 ss.
- SCIALOJA A., *Sull'origine delle società commerciali* in *Saggi di vario diritto*, I, Società editrice del Foro Italiano, 1927
- SERRAO E., *Il contratto preliminare*, Padova, 2002.
- SPADA P., *Dalla nozione al tipo di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 95 ss.
- STABILINI A. - TRAPANI N., *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 964 ss.
- STANGHELLINI L., *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997.
- STANGHELLINI L., sub *art. 2355 bis*, in M. NOTARI (a cura di), *Azioni*, Milano, 2008.
- SZEGO B., *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi dell'adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Banca d'Italia. Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, n. 55, 2002, 15 ss.

UNGARI P., *Profilo storico delle anonime in Italia, (lezioni)*, Roma, 1974

VATTERMOLI D., *Commento all'art. 2355* in SANDULLI M., SANTORO V. (a cura di), *La riforma delle società. Commentario alla riforma del d. lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, I, Torino, 2003, 168 ss.

VENDITTI A., voce *Contratto per conto di chi spetta*, in *Enc. giur. Treccani*, IX, Roma, 1998.

ZUDDAS G., MENICUCCI D., PALMA M., *Ancora sui limiti al trasferimento delle azioni nella pratica statutaria*, in *Giur. Comm.*, 1988, I, 896 ss.

Giurisprudenza italiana consultata

- Cass. 31 gennaio 1931 in *Riv. dir. comm.*, 1931, 246 ss.
- Cass. 28 febbraio 1931, in *Riv. dir. comm.*, 250 ss.
- Cass. 15 maggio 1978 n. 2365, in *Giur. comm.*, 1978, 639 ss.
- Cass. 11 aprile 1990 n. 308, in *Giur. comm.*, 1992, 485 ss.
- Cass. 5 settembre 1995 n. 9314 in *Giur. it.*, 1996, 948 ss. e in *Giur. comm.* 1997, 145 ss.
- Cass. 24 giugno 2008, n. 17088 in *Giust. civ. mass.*, 2008, 1015 ss., e in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 1 ss.
- Cass. 18 agosto 1997, n. 7693, in *Giust. civ. mass.*, 1997, 1445.
- Cass. 18 luglio 2002, n. 10403, in *Società*, 2002, 1513 ss.
- Cass. 12 aprile 2005, n. 7536, in *Foro it.*, 2006, 2889
- Cass. 18 luglio 2007, n. 15963, in *Foro it.*, 2009, 2195 ss.; e anche in *Giur. it.*, 2007, 2754 ss.
- Cass. 26 agosto 2014, n. 18239, in *Giust. civ. mass.*, 2014, 923.
- App. Milano 15 dicembre 1914, in *Riv. dir. comm.*, 1917, 58 ss
- App. Torino 18 gennaio 1929, in *Foro it.*, 1929, 629.
- App. Bari 31 dicembre 1929 in *Rep. foro it.*, 1930, 1332.
- Trib. Milano 27 agosto 1914, in *Riv. dir. comm.*, 1917, 58 ss.
- Trib. Venezia 20 novembre 1928 in *Rep. foro it.*, 1929, 1423.
- Trib. Milano decr. 24 marzo 2011, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, 59 ss.
- Trib. Milano ord. 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 1373 ss.
- Trib. Roma 9 febbraio 2017, n. 2652, in *Redazioni Giuffrè 2017*, 2017.

Giurisprudenza inglese consultata

(Re) Astec (BSR) plc, (1998) 2 *BCLC*, 556.

(Re) Bede Steam Shipping Company limited (1917) 1 *Ch.* 123.

(Re) Bell Brothers, (1865) *L.T.*, 245.

(Re) Pool Shipping Co. (1920) 1 *Ch.* 251.

(Re) Smith and Fawcett Ltd. (1942) *Ch.* 304.

(Re) Swaledale Cleaners Ltd., (1968) 1 *W.L.R.* 1710.

Allen v Gold Reefs of West Africa, (1900), 1 *Ch.* 671.

Arbuthnott v Bonnyman and Others, (2015), *EWCA Civ.*, 536.

Assenagon Asset Management SA v Irish Bank Resolution Corpn Ltd, (2012), *EWHC, Ch*, 2090.

Citco Banking Corp NV v Pusser's Ltd, (2007), *UKPC*, 13.

Delavenne v. Broadhurst (1931) 1 *Ch.*234.

Ex parte Penney (1872), *L. R.* 8 *Ch. App.* 446.

Greenhalgh v Arderne Cinemas Ltd, (1946), 1, *All E.R.*, 512.

Gross v Rackind, (2005) 1, *WLR*, 3305.

Heron international Ltd v Lord Grade (1983), *BCLC*, 244.

In Re a Company (1986), *BCLC*, 382.

London Founders Association v. Clarke, *Court of Appeal* (1888) 20 *Q.D.B.*, 576.

Moffat v. Farquhar, (1878) 7 *Ch.* 591 ss.

O'Neill v Phillips, (1999), 1, *WLR*, 1092 ss.

Regal (Hastings) v Gulliver, (1942), 1 *All ER*, 378.

Oak Investment Partners XII, Ltd Partnership v Boughtwood and others, (2009) *EWHC*, 176, *Ch.*

Percival v. Right, (1902), *Ch.*, 421.

Peters' American Delicacy Co v Heath (1939), 61 *CLR*, 457.

Re Saul D Harrison & Sons plc (1994) *BCC* 475 ss.

Safeguard Industrial Investments Ltd. v. National Westminster Bank Ltd., (1980) 3 *All. E.R.* 449.

Salomon v. A. Salomon & Co. Ltd., (1897) *Ac* 22 *HL*, 88.

Shuttleworth v Cox, (1927), 2 *KB*, 9.

Sidebottom v Kershaw Leese and Co. Ltd., (1920), 1 *Ch*, 154.

Weston's Case, (1868), 4 *Ch.*, App 20.

Altre fonti

Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi al Libro V del Codice Civile “Del Lavoro”, Titolo XVI, I, n.941, consultabile su sito internet: www.consiglionazionaleforense.it.

Relazione al d. lgs. 6/2003, § IV, n. 3.3, 10, consultabile sul sito internet www.tuttocamere.it.

Consiglio Notarile di Roma, massima n. 7, *Clausole di co-vendita e di trascinamento: tipologia e limiti di validità*, 2013.

Company Law Steering Group, *Modern Company Law. For a Competitive Economy*, 1999, 56 ss., n. 5.2.23.