

Dipartimento di Giurisprudenza

Cattedra di Diritto Commerciale Progredito

Venture Capital, Trade Sales e equa valorizzazione

RELATORE

Chiar.mo Prof. Gian Domenico Mosco

CANDIDATA

Giulia Basso

Matr. 151353

CORRELATORE

Chiar.mo Prof. Salvatore Lopreiato

ANNO ACCADEMICO 2021/2022

Indice

| | |
|---|----|
| Introduzione..... | 6 |
| Capitolo I..... | 13 |
| 1. Dall'ARD ai giorni nostri | 13 |
| 2. Il fondo ed il suo ciclo di vita | 16 |
| 3. La società finanziata tramite VC..... | 19 |
| 3.1 I costi di agenzia | 20 |
| 3.2 Il governo societario..... | 22 |
| 3.3 La struttura finanziaria | 24 |
| 4. Il disinvestimento | 25 |
| 5. In particolare: la <i>trade sale</i> | 28 |
| 5.1 Forme di realizzazione | 28 |
| 5.2 Logica economica | 29 |
| 5.3 La <i>termination option</i> | 30 |
| 6. Le <i>fair value protections</i> | 31 |
| 7. Il ruolo del diritto societario | 32 |
| 8. Sintesi e prosieguo | 33 |
| Capitolo II..... | 35 |
| 9. Uno sguardo alla società finanziata..... | 35 |
| 9.1 La struttura finanziaria | 35 |
| 9.2 La struttura di governo | 37 |
| 10. Il disinvestimento tramite <i>trade sale</i> : la <i>merger</i> | 39 |
| 11. Un profilo di problematicità: <i>l'appraisal right</i> | 42 |
| 12. La derogabilità dell' <i>appraisal right</i> | 45 |
| 12.1 Il diritto scritto | 46 |
| 12.2 Gli <i>appraisal waivers</i> | 46 |
| 12.3 L'evoluzione giurisprudenziale | 47 |
| 12.3.1 In Re: the Appraisal of Ford Holdings, Inc.: il caso..... | 48 |
| 12.3.2 Halpin v. Riverstone National: il caso. | 49 |
| 12.3.3 Manti Holdings, LLC v. Authentix Acquisition Co.: il caso. | 51 |

| | |
|--|-----|
| 13. Il diritto societario statunitense e la sua maggiore aderenza al rapporto tra <i>venture capitalist</i> e imprenditore | 55 |
| CAPITOLO III | 57 |
| 14. La società finanziata | 57 |
| 14.1 La struttura finanziaria | 59 |
| 14.2 La struttura di governo | 63 |
| 15. <i>Trade sale</i> e tutela del socio imprenditore | 65 |
| 15.1 La fusione | 66 |
| 15.2 La co-vendita da trascinamento | 71 |
| 15.2.1 Il principio di equa valorizzazione e la vicenda Tecno S.p.A. | 75 |
| 15.2.2 L'equa valorizzazione e la vicenda Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. | 84 |
| 15.3 La cessione d'azienda..... | 87 |
| 16. Problematicità del quadro regolatorio attuale | 89 |
| CAPITOLO IV | 92 |
| 17. Una sistematizzazione dei dati positivi..... | 92 |
| 18. I patti di rinuncia al recesso | 93 |
| 18.1 L'argomento storico | 95 |
| 18.1.1 Il recesso a partire dal Codice di commercio del 1882..... | 95 |
| 18.1.2 La regola di garanzia del '42..... | 98 |
| 18.1.3 La regola di intangibilità del 2003..... | 100 |
| 18.2 L'argomento letterale | 103 |
| 18.2.1 Interpretazione della regola di garanzia..... | 103 |
| 18.2.2 Interpretazione della regola di intangibilità | 105 |
| 18.3 L'argomento funzionale | 106 |
| 18.4 L'argomento sistematico | 108 |
| 18.4.1 Il patto leonino e i patti di rinuncia al recesso: un confronto..... | 109 |
| 18.4.2 Il diritto societario e i patti parasociali | 111 |
| 18.5 L'argomento utilitaristico..... | 112 |
| 19. Co-vendita da trascinamento ed equa valorizzazione: un legame inscindibile? . | 114 |
| 19.1 Il recesso e la clausola di trascinamento: un confronto..... | 115 |
| 19.2 Il riscatto e la clausola di trascinamento: un confronto..... | 116 |
| 19.3 Valorizzazione della partecipazione del socio recedente: carattere imperativo o dispositivo?..... | 118 |

| | |
|---|-----|
| 19.3.1 La natura generica del rinvio..... | 119 |
| 19.3.2 Il ruolo dell'autonomia privata nelle vicende di exit..... | 120 |
| 19.3.3 La tipicità delle fattispecie di disinvestimento | 124 |
| 19.3.4 Altri argomenti a sostegno della non imperatività | 125 |
| 19.4 Il <i>floor</i> : un presidio irrinunciabile?..... | 126 |
| 19.4.1 Le esigenze di tutela nella co-vendita da trascinamento..... | 127 |
| 19.4.2 La protezione del socio trascinato: possibili soluzioni | 129 |
| 19.5 Operazioni di VC, co-vendita da trascinamento ed equa valorizzazione..... | 138 |
| 20. Fusione ed equa valorizzazione: l'azione <i>ex. art. 2504-quater c.c.</i> | 140 |
| Conclusioni..... | 143 |
| Bibliografia..... | 150 |

Introduzione

Il *venture capital* (“VC”) è l’espressione con cui si fa riferimento agli investimenti realizzati da parte di intermediari specializzati nel supportare imprese innovative nella fase iniziale di sviluppo del progetto imprenditoriale.

Questo elaborato si sofferma sull’analisi di tale forma di investimento e, in particolare, su un’operazione - la *trade sale* - che realizzando il trasferimento ad un terzo strategico del controllo totalitario degli *assets* dell’impresa cui partecipano un imprenditore e un intermediario finanziatore (il c.d. *venture capitalist*) - ossia la società finanziata tramite VC - sembra ormai assurgere a modalità principale attraverso la quale pervenire al disinvestimento.

La funzione che, soprattutto negli ultimi anni, il VC sembra aver assunto come fattore a supporto delle attività innovative e della crescita economica che da queste deriva, spiega in primo luogo l’interesse mostrato dai *policy-maker* nazionali e sovranazionali nel ricercare soluzioni che siano effettivamente in grado di favorire la creazione di un attivo mercato locale del VC e, a seguire, l’importanza di ricostruire con la dovuta attenzione e precisione i connotati specifici che differenziano tale forma di investimento innovativo rispetto alle altre forme di finanziamento tradizionali.

Tra i caratteri distintivi, il punto su cui è opportuno soffermarsi primariamente è la natura della relazione negoziale che si instaura tra *venture capitalist* e imprenditore all’interno della società finanziata; rapporto negoziale che si sostanzia in un contratto non standardizzato predisposto dalle parti al fine di consentire l’effettiva implementazione dell’accordo che governa il fondo di VC con cui concretamente si procede all’investimento e al cui interno è possibile individuare due categorie di soci: i *limited partners* che svolgono la mera funzione di apportatori di capitale ed i *general partners* - i veri e propri *venture capitalist* - che si occupano della gestione delle risorse raccolte in monte, tra l’altro, assumendo tutte le principali decisioni di investimento e monitorandone la loro puntuale realizzazione. Ciò si realizza attraverso il c.d. “*braiding*”, una tecnica tale da conformare, informalmente, i contenuti del contratto tra *venture capitalist* e

imprenditore all'interno della società finanziata tramite VC con quelli del contratto tra investitori e gestori a livello di fondo, in modo che, operativamente, l'uno diventi una sorta di "estensione" dell'altro.

Stante il collegamento che si genera tra i due contratti, la previsione di una scadenza nel ciclo di vita del fondo di VC spiega la ragione per la quale l'investimento realizzato all'interno della società finanziata sia soggetto ad un limite di durata; limite che si traduce, in sostanza, nell'assunzione, da parte dei *venture capitalists* nei confronti dei propri investitori, di un impegno a restituire il capitale investito, maggiorato di determinati rendimenti, entro il periodo stabilito, al fine di massimizzare la complessiva ricchezza comune; logica, quella della massimizzazione, che dovrebbe informare ciascuna singola fase del processo di implementazione della relazione contrattuale esistente tra le parti, salvo il verificarsi di determinate circostanze.

Ed invero, lo stretto legame tra l'investimento di VC e la selezione di quei progetti che, presentando un elevato potenziale innovativo, sono in grado di generare liquidità, conduce al sacrificio dello scopo della massimizzazione della ricchezza complessiva ogniqualvolta la prospettiva del *venture capitalist* di finanziare un progetto di successo si riveli fallimentare.

Sorgendo in questo caso la necessità di tutelare il finanziatore dal rischio di perdere il capitale investito, l'accordo negoziale tra le parti viene allora strutturato sin dall'inizio mediante la previsione delle c.d. preferenze liquidatorie che riconoscono al *venture capitalist* la titolarità di un credito per importo generalmente pari al suo investimento originale; importo da corrispondersi in via preferenziale in una serie di "eventi di liquidità" definibili come operazioni mediante le quali gli investimenti illiquidi effettuati nell'impresa vengono trasformati in fonti di liquidità.

Tra gli eventi di liquidità di cui si è detto, particolare importanza è assunta dalla *trade sale*, ormai elevata a principale modalità attraverso cui il *venture capitalist* procede al disinvestimento e definibile come l'insieme di transazioni nelle quali un terzo, che di solito è un *partner* strategico nelle vesti di acquirente, si assicura il pieno controllo sulle attività della società finanziata tramite VC, al fine di conseguire ogni variazione in aumento del valore dell'impresa.

In realtà, la logica della massimizzazione dovrebbe informare la relazione di *business* anche nella fase del disinvestimento così da assicurare che, nell'alternativa tra il mantenimento della società finanziata nella sua posizione di indipendenza e la *trade sale*, la decisione da assumere sia rivolta al conseguimento di tale obiettivo di fondo; dovendosi, allora, propendere per la *trade sale* ogniqualvolta il valore di acquisizione dell'impresa superi quello dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza.

A modificazione della regola generale di *default* della massimizzazione della ricchezza comune, però, il contratto tra *venture capitalist* e imprenditore contiene la c.d. *termination option* in forza della quale, in certi casi, il *venture capitalist*, al fine di poter mantenere le promesse fatte ai propri investitori, ha il potere di disinvestire ponendo fine alla sua relazione con l'imprenditore anche a costo di sacrificare una frazione totale del valore per i soci.

In particolare, l'operatività della *termination option* si registra soprattutto in prossimità della scadenza del fondo, quando, cioè, le esigenze di liquidazione connesse agli investimenti effettuati divengono maggiormente pressanti. Questo si verifica sia nel caso in cui non ci sia ulteriore spazio per mantenere in vita il fondo, sia quando il maggior valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza è destinato a realizzarsi solo implementando una rischiosissima strategia che presenta ridotte probabilità di successo; tutte situazioni nelle quali, quindi, il *venture capitalist* è legittimato a lasciar prevalere il proprio interesse a trasferire il controllo totalitario delle partecipazioni a un soggetto esterno alla compagine sociale, piuttosto che preservare l'indipendenza dell'impresa ed esporsi ai rischi che ne conseguirebbero.

Ed allora, in tali circostanze, la decisione di procedere ad una *trade sale* assume il carattere dell'inevitabilità rappresentando l'unico modo attraverso cui il *venture capitalist* può disinvestire rapidamente generando liquidità necessaria al soddisfacimento dei suoi investitori secondo quanto disposto dal contratto alla base del fondo di VC; non risultando tra l'altro giustificabile, per la particolare natura di tale forma di investimento, l'esistenza di un vincolo che leghi il *venture capitalist* ad un impegno che sia configurabile come indeterminato. Si parlerà, quindi, di una *trade sale* sì distruttiva di valore, ma che gli

interessi di protezione che la giustificano consentono di considerare pienamente legittima e, pertanto, non opportunistica.

Se è vero che la *trade sale*, stante la previsione della *termination option* da cui discende la natura *exit-oriented* della relazione negoziale scaturente da un investimento tramite VC, rappresenta il mezzo più adatto per consentire al *venture capitalist* di disinvestire dal veicolo societario tempestivamente e senza particolari difficoltà al fine di monetizzare il valore realizzato - anche in presenza di una volontà contraria dell'imprenditore - può allo stesso tempo presentare, al di fuori dei casi in cui sia qualificabile come inevitabile, profili di problematicità che sono l'esito di possibili scelte opportunistiche cui potrebbe pervenire l'intermediario finanziatore.

Più precisamente, potrebbe accadere che, pur se tenuto ad optare per la *trade sale* solo nei casi in cui tale scelta sia idonea a massimizzare la complessiva ricchezza comune, il *venture capitalist* si determini a trasferire il controllo totalitario dell'impresa anche quando le utilità che ne deriverebbero non riflettessero il maggiore valore che potrebbe derivare dalla conservazione dell'impresa nella posizione dell'indipendenza. Detto in altri termini, è ipotizzabile che il *venture capitalist* proceda a una *trade sale* distruttiva di valore con l'esclusivo scopo di salvaguardare i propri interessi opportunistici ed accrescere il proprio guadagno personale anche nei casi in cui l'operazione possa apparire, al contrario, ingiustificabile nella logica della massimizzazione della complessiva ricchezza comune.

Da qui l'esigenza di ricostruire un apparato rimediabile che sia tale da prevenire *ex ante* le condotte opportunistiche di cui potrebbe essere autore il *venture capitalist* - e, quindi, le inefficienze distributive e allocative che ne scaturirebbero; ovvero che sia in grado di intervenire *ex post* al fine di riequilibrare il rapporto tra le parti di modo che lo stesso si sviluppi in modo conforme alle regole individuate all'esito della negoziazione tra loro intercorsa.

Tuttavia, se l'esistenza del rischio di un comportamento opportunistico del *venture capitalist* giustifica, da un lato, il riconoscimento di presidi a tutela dell'imprenditore, ciò non può sfociare in una protezione di quest'ultimo che sia riconosciuta *ad libitum*; si deve

piuttosto tenere in debito conto come un'eccessiva protezione potrebbe rivelarsi controproducente, essendo in grado di giungere fino al punto di ostacolare la stessa buona riuscita dell'investimento.

Ed invero, i tratti distintivi che questa forma di investimento presenta rispetto alle forme tradizionali, mal si conciliano con qualsiasi forma di automatismo nella sua disciplina, dovendosi, allora, addivenire alla conclusione che un intervento regolatorio sul punto debba necessariamente presentare opportuni profili di flessibilità che consentano sì di tutelare l'imprenditore dal rischio di *trade sales* distruttive di valore opportunistiche, senza però che ciò possa impedire, sempre e comunque, *trade sales* distruttive di valore che siano invece qualificabili come non opportunistiche.

Proprio alla luce dello scenario così come finora delineato, l'elaborato si sofferma sull'analisi delle forme che il disinvestimento tramite *trade sale* assume negli Stati Uniti (ambito in cui l'industria di VC ha trovato origine) e in Italia, al precipuo scopo di comprendere le ragioni che nel nostro ordinamento societario ostano allo sviluppo del mercato di VC in termini che potrebbero definirsi equiparabili alla portata assunta dal fenomeno nell'ordinamento statunitense.

A prescindere dalla forma assunta dalla *trade sale* nei due ordinamenti sottoposti ad analisi, quello che si vuole cercare di evidenziare è come, allo stato attuale, né la disciplina di diritto statunitense né quella di diritto italiano, applicabili alle operazioni di VC, siano tali da lasciare uno spazio di manovra sufficiente all'adozione di soluzioni private; che scaturiscano, cioè, da una negoziazione diretta tra imprenditore e *venture capitalist*. Detto in altri termini, l'autonomia negoziale delle parti - potenzialmente in grado di adattare la disciplina societaria alle esigenze del caso concreto - risulta essere fortemente compressa a causa di una serie di circostanze di fatto o vincoli regolatori che arrivano fino al punto di applicare, all'investimento in capitale di rischio, istituti e principi che l'ordinamento appresta a protezione di soggetti e situazioni del tutto diverse e che mal si adattano - o per la meccanicità con cui trovano applicazione, ovvero per la rigidità con cui sono teorizzate - alle specificità che caratterizzano la relazione in esame.

Guardando innanzitutto alla disciplina statunitense della *trade sale* che di solito assume la forma di una fusione con integrale conguaglio in denaro (la c.d. *cash-for-stock merger*),

i principali profili di problematicità derivano dalla previsione, in favore dell'imprenditore che in sede assembleare non acconsentito alla stessa, di un *appraisal right* che, stante la sua qualificazione alla stregua di una *fair value protection*, dà diritto agli azionisti esterni al processo decisionale di dissentire da determinati tipi di operazioni societarie e di ottenere dalla società il pagamento del valore che le loro partecipazioni avevano prima che l'operazione fosse realizzata: si tratta del c.d. *fair value* delle partecipazioni, corrispondente a una quota proporzionale del valore dell'impresa considerata nella sua interezza e nell'ottica della sua continuità.

È opportuno però constatare come la criticità dell'istituto - derivante dall'automaticità con cui tale rimedio opera e che attribuisce all'imprenditore, a prescindere dal carattere opportunistico o non opportunistico della *trade sale*, una tutela generalizzata che gli consenta di riottenere una porzione della ricchezza complessiva a cui aveva acconsentito di rinunciare al momento della definizione della sua relazione con il *venture capitalist* - risulta mitigata, a seguito degli approdi raggiunti a livello giurisprudenziale, dal riconoscimento ai soci della possibilità di rinunciare a tale diritto; con ciò rendendosi, quindi, il quadro regolatorio statunitense meno ostativo nei confronti dell'investimento tramite VC rispetto alla situazione invece configurabile nel nostro ordinamento.

Passando all'ordinamento domestico, è possibile infatti constatare come, a prescindere dalla forma in cui si realizza la *trade sale* - generalmente strutturata come operazione di fusione, co-vendita da trascinamento ovvero cessione d'azienda - , si pone un problema di equa valorizzazione; problema che non è possibile superare semplicemente optando per una modalità attraverso cui è possibile procedervi a scapito dell'altra, essendo ognuna, in forza del diritto scritto o del diritto vivente, in grado di attivare la protezione derivante dall'esercizio del diritto di recesso.

In particolare, per quanto riguarda la *trade sale* che si realizza nella forma della co-vendita da trascinamento, la sua riconducibilità tra le clausole che conducono ad un disinvestimento "forzato" porterebbe con sé, secondo l'interpretazione dominante formatasi a partire dal 2005, l'applicazione del principio di equa valorizzazione in sede di liquidazione della partecipazione forzosamente dismessa del socio trascinato,

ritenendosi, al contrario, configurabile il trascinarsi alla stregua di una vera e propria espropriazione.

Equa valorizzazione che si riterrebbe soddisfatta ogni qual volta le parti, prima che il *venture capitalist* possa procedere all'operazione di disinvestimento, abbiano delineato la clausola di trascinarsi in modo tale da prevedere, a seconda che si segua uno dei due orientamenti formatosi sul punto, un prezzo minimo ossia il c.d. *floor* da determinarsi alla luce dei criteri operanti in sede di liquidazione della partecipazione del socio recedente ovvero, in alternativa, un diritto di recesso in favore del socio trascinato; rimedi che sarebbero tali da consentire all'imprenditore di conseguire utilità pari a quelle incorporate nella propria partecipazione anche in scenari in cui si era *ex ante* detto disponibile, pur di ottenere supporto dal *venture capitalist*, a subire le conseguenze di una *trade sale* distruttiva di valore.

In tal modo, quindi, si finisce per assicurare all'imprenditore una tutela apparentemente assoluta dinanzi a qualsiasi *trade sale* distruttiva di valore; tutela che arriva fino al punto di disincentivare tale forma di investimento e bloccare sul nascere i tentativi di rendere più vivo in Italia il mercato di VC.

Dinanzi al quadro così delineato, l'elaborato si propone, allora, di sottoporre ad indagine l'attuale disciplina societaria allo scopo ultimo, dopo averne chiarito i maggiori profili di criticità ed evidenziato i principali limiti funzionali, di ricercare soluzioni pratiche concretamente utilizzabili e che siano in grado di neutralizzare, per quanto possibile, le conseguenze derivanti dalla scarsa flessibilità della disciplina che attualmente governa la *trade sale* in Italia; rigidità che mal si concilia con la specificità della relazione contrattuale che si delinea a seguito di tale forma di investimento e che produce, al contrario, l'effetto di precludere l'adozione di talune soluzioni negoziali, potenzialmente in grado di sostenere il livello di diffusività di tale forma di finanziamento.

Capitolo I

IL VENTURE CAPITAL

1. Dall'ARD ai giorni nostri

Il *venture capital* (“VC”) rappresenta un segmento dell’industria del *private equity*. Più precisamente, si tratta di quegli intermediari finanziari, specializzati nel raccogliere capitale presso determinate tipologie di investitori privati e istituzionali (tipicamente banche, assicurazioni, fondi pensione, investitori privati), che forniscono supporto finanziario e non finanziario, nella loro fase iniziale di sviluppo, ad imprese basate su progetti ad alto contenuto tecnologico e con un elevato potenziale di crescita.

Il VC nasce in America dopo la Seconda guerra mondiale. La prima società di investimento nel capitale di rischio fu l’*American Research and Development Corporation* (“ARD”), fondata a Boston nel 1946 ad opera di Karl Compton, a quel tempo presidente del *Massachusetts Institute of Technology*, insieme a Georges F. Doriot, professore della *Harvard Business School*. L’ARD si occupò, in particolare, di investimenti altamente rischiosi in aziende che sfruttavano le tecnologie sviluppatesi per far fronte allo scoppio della Seconda guerra mondiale e fu strutturata sotto forma di fondo di investimento chiuso, con quote sottoscritte esclusivamente da persone fisiche.

In quel periodo, nei confronti dell’ARD e degli altri fondi chiusi di VC che erano nel frattempo emersi, gli investitori istituzionali si mostrarono restii, al punto di rifiutarsi di mettere a disposizione il loro capitale per investimenti a loro giudizio troppo rischiosi¹.

La svolta si ebbe nel 1953 quando il governo federale costituì un’agenzia governativa indipendente, la “*Small Business Authority*” (“SBA”), la cui funzione fu quella di favorire la nascita di piccole imprese. A tale agenzia fece seguito, nel 1958, la predisposizione

¹ Per un *excursus* storico v. A.GERVASONI - F.L. SATTIN, *Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, Guerini Next, 2020, pp.560.

dello *Small Business Investment Company Program*; un'iniziativa che, ancora oggi - anche grazie ai finanziamenti concessi dalla "SBA" sotto forma di garanzie emesse alle società finanziate tramite VC - facilita l'affermarsi di collaborazioni per l'investimento in società di piccole dimensioni. Tale programma ha favorito, quindi, sia lo sviluppo degli investimenti di VC sia un maggiore coinvolgimento, nell'ambito degli stessi, di investitori istituzionali; oltre ad aver rappresentato il primo vero impulso per la strutturazione del fondo di VC nella forma della *limited partnership* con gli investitori nella veste di *limited partners* e i *venture capitalist* nella veste di *general partners*, intendendosi con *venture capitalist* la figura di un intermediario finanziatore che ricopre un incarico apicale all'interno del fondo e che, per di più, assume il controllo sulla gestione dello stesso.

Il mercato americano del VC (ma, più in generale, del *private equity*) ha conosciuto poi un'ulteriore accelerazione nel 1979 in virtù di un intervento ad opera dell'*US Department of Labor*; intervento che è stato volto a superare il precedente divieto per i fondi pensione di effettuare investimenti altamente rischiosi, tra cui, in particolare, quelli in capitale di rischio².

Arrivando ai giorni nostri, il VC si presenta come un fattore propulsivo di processi di innovazione tecnologica favorendo, quindi, la crescita economica. L'operatività di tale categoria di intermediari è, infatti, collegata a settori ad alto tasso tecnologico che ricomprendono al loro interno società di grande successo, tra cui Amazon, Apple, Microsoft e molte altre imprese che oggi dominano la scena mondiale³.

² Per investimento nel capitale di rischio si intende l'apporto di risorse finanziarie da parte di operatori specializzati, sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni, per un arco di tempo medio-lungo, in aziende dotate di un progetto e di un potenziale di sviluppo. Definizione disponibile su <https://www.datocms-assets.com/>

³ Sul tema v. S.KORTUM - J. LERNER, *Assessing the contribution of venture capital to innovation* (2000), in *The RAND Journal of Economics*, Vol. 31, n. 4 - ove viene condotto uno studio empirico su 20 società che coprono il settore manifatturiero degli USA, per un periodo di tre decenni (dal 1965 al 1992). L'analisi ha come obiettivo quello di verificare se, tenendo conto delle spese in R&S, l'investimento di VC eserciti un'influenza determinante sul numero delle innovazioni brevettate. Lo studio condotto mostra una rapida crescita dell'industria del VC; ed invero, il rapporto tra capitale di rischio e R&S ha subito un forte balzo tra la fine degli anni '70 e l'inizio degli anni '80, per poi diminuire leggermente. I brevetti sono diminuiti dai primi anni '70 alla metà degli anni '80, ma poi sono aumentati bruscamente. Va osservato che il 54% degli esborsi di VC si sono concentrati in alcuni settori, tra cui quelli dell'informatica e delle comunicazioni. I modelli di brevettabilità analizzati in diversi settori, in un periodo di tre decenni, suggeriscono che l'effetto e l'impatto del VC sull'innovazione è positivo e significativo. La stima effettuata evidenzia che il capitale

L'innovazione è sicuramente alla base di una sostenibile crescita economica di lungo periodo, ma le imprese innovative presentano caratteristiche che conducono all'emersione di numerosi e seri "fallimenti del mercato" - incertezza, asimmetrie informative, azzardo morale - che ne limitano la capacità di raccogliere risorse presso i tradizionali intermediari bancari o tramite altri canali⁴.

Il VC ha sviluppato "tecnologie" operative utili a superare questi fallimenti del mercato⁵, assurgendo a propulsore - come accennato - di virtuosi processi di sviluppo economico. Si spiega così qual è la ragione per cui l'industria del VC è oggetto di diversi tentativi di

di rischio ha rappresentato l'8% delle innovazioni industriali nel decennio conclusosi nel 1992. Dato il rapido aumento del finanziamento in capitale di rischio dal 1992 e supponendo che la potenza del finanziamento di VC sia rimasta costante, i risultati dimostrano che entro il 1998, il VC rappresentava circa il 14% del l'attività innovativa degli Stati Uniti.

Sul tema, più di recente, cfr. J.LERNER - R.NANDA, *Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn* (2020), in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 34, n. 3 - ove si mette in luce, in primo luogo, che il 91% delle imprese pubbliche originariamente sostenute da capitale di rischio ha registrato spese relative alla ricerca e sviluppo nel 2019, rispetto a un 72% per le imprese non originariamente sostenute da capitale di rischio. L'intensità dell'attività di ricerca e sviluppo delle imprese sostenute da capitale di rischio si ricollega al ruolo del VC nel finanziamento di diverse ondate di innovazione tecnologica.

Il VC è cresciuto negli ultimi dieci anni grazie all'emersione di nuove opportunità di investimento; infatti, molte imprese, sostenute da VC, si sono concentrate sia sullo sviluppo di nuove applicazioni della tecnologia nel settore dell'informazione e delle comunicazioni, sia hanno cercato di migliorare i servizi esistenti a prezzi più bassi. Ed invero, il capitale iniziale, molto più ridotto, necessario per sostenere tali nuove iniziative, ha portato gli investitori, nelle prime fasi di sviluppo di un'impresa, ad essere più disposti a finanziare idee meno comprovate, ma potenzialmente ad alto tasso di rendimento.

⁴ Ci si riferisce, alle società di investimento a cui è riservato, insieme agli intermediari bancari, l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento, ma anche alle SGR, SICAV e SICAF, a cui è riservata, in via professionale, la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio. Per un approfondimento sulle diverse figure di intermediari v. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, Giuffrè, 2020, pp. XIV-306.

⁵ L'innovazione è sicuramente alla base di una sostenibile crescita economica di lungo periodo, ma per generare profitti è necessario elaborare una strategia che sia in grado di sfruttare il suo potenziale innovativo. Tutto ciò è possibile attraverso l'immissione sul mercato di un prodotto o un servizio che incorpori tale portata innovativa e che consenta al pubblico dei consumatori di beneficiarne. È necessario, quindi, che faccia il suo ingresso un imprenditore "innovativo" il cui ambito di intervento è rappresentato dalle imprese nella fase iniziale del loro ciclo di vita (C.A. NIGRO, *Venture capital-backed firm, trade sales e tutela dell'imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*, 2018).

Il particolare successo di tale modello di *business*, delineatosi nell'ordinamento statunitense, è infatti legato, principalmente, alla predisposizione di una particolare struttura contrattuale, regolante il rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore, idonea a far fronte all'estrema incertezza, ai costi di agenzia e alle asimmetrie informative che caratterizzano il finanziamento ad alto tasso tecnologico nella sua fase iniziale. Il modello di contrattazione del capitale di rischio statunitense gestisce queste barriere e rende, quindi, fattibile il finanziamento in fase iniziale. Sul tema v. P. MASOURUS, *Private Ordering and Corporate Governance: The Case of Venture Capital* (2009), in *Digital Access to Scholarship at Harward*.

emulazione che, nella maggior parte dei casi, però, sono falliti in modo più o meno conclamato⁶.

2. Il fondo ed il suo ciclo di vita

L'industria statunitense del VC presenta caratteristiche fondamentali ormai note. Ciascun intermediario incorpora una pluralità di fondi che assumono la forma di una *limited partnership*, in seno alla quale si distinguono due categorie di soci: i *limited partners* e il *general partner*. I *limited partners* svolgono la mera funzione di apportatori di capitale; mentre i *general partners*⁷ - che poi sono i veri e propri *venture capitalist* - si occupano della gestione delle risorse raccolte in monte, tra l'altro, assumendo tutte le principali decisioni di investimento e monitorandone la loro puntuale realizzazione.

Il fondo di VC si caratterizza per l'esistenza di un rapporto contrattuale tra *venture capitalist* e investitori che genera ampi spazi per condotte opportunistiche; condotte a prevenzione delle quali il regolamento contrattuale inerente ai fondi contiene soluzioni di vario tipo che si presentano con una certa frequenza e perciò si prestano ad una sommaria

⁶ Per una panoramica v. C.A. NIGRO - L. ENRIQUES, *Venture Capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in AGE 1-2/2021- ove si evidenzia come il VC si sia dimostrato ampiamente capace di fungere da fattore propulsivo di processi di innovazione e crescita economica.

Proprio per tale motivo, i *policymakers* di tutto il mondo hanno cercato attivamente di ricreare a livello locale un ambiente adatto allo sviluppo di un mercato di VC, sia attraverso iniziative finalizzate all'introduzione di programmi di VC pubblico sia, come nella maggior parte dei casi, supportando l'iniziativa privata. Tentativi di questo genere si sono registrati non soltanto in Europa, in particolare, in Germania e in Svezia, ma anche nel Regno Unito e in Cina. Tuttavia, ad eccezione di alcuni casi quali il Regno Unito, la Svezia, Israele e, di recente, la Cina, le iniziative intraprese non sono state tali da garantire un effettivo raggiungimento degli obiettivi prefissati, portando solo a risultati modesti a causa dell'esistenza di interessi spesso confliggenti tra loro.

⁷ Tale qualificazione investe il *venture capitalist* di una piena responsabilità in merito alla gestione del fondo; a ciò si accompagna, a differenza di quanto accade per i *limited partners* - la cui responsabilità è circoscritta al loro investimento - una responsabilità illimitata su tutte le passività del fondo.

stilizzazione. Vi rientrano la c.d. “*co-investment rule*”⁸, un’ampia varietà di cc.dd. “*covenants*”⁹, ed alcune regole sulla remunerazione dei gestori¹⁰.

⁸ In forza della “*co-investment rule*” si prevede che i gestori investano nel fondo soltanto l’1% della loro ricchezza a fronte del 99% del capitale conferito dagli investitori. Ciò si lega alla constatazione secondo la quale il principale contributo del *general partner* al fondo di VC è la competenza, non il capitale. In ogni caso, i *venture capitalists* di rado, se non addirittura mai, investono il loro capitale in un’unica soluzione. Al contrario, essi procedono al finanziamento in *tranches* da versare a date prestabilite e in fasi distinte dello sviluppo dell’impresa finanziata tramite VC (c.d. “*staged financing*”). Sul tema cfr. R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience* (2003), in 55 *Stanford Law Review*; W.A. SAHLMAN, *The structure and governance of venture-capital organizations* (1990), in 27 *Journal of Financial Economics*; nonché P. GOMPERS - J. LERNER, *The Venture Capital Revolution* (2001), in *Journal of Economic Perspectives*.

⁹ In tema M. KLAUSNER - K. LITVAK, *What economists have taught us about Venture Capital contracting*, (2001) in *SSRN Electronic Journal* - ove si rileva come le cc.dd. *covenants* sono riconducibili a tre diversi gruppi e sono inserite nel contratto tra le parti allo scopo di cercare di prevenire eventuali comportamenti opportunistici di cui il *venture capitalist* possa essere autore.

In particolare, il primo gruppo di clausole attiene nello specifico alla gestione del fondo di VC. Si tratta di restrizioni relative all’importo che può essere investito in una singola impresa, alla conservazione degli utili del fondo, alla misura in cui un fondo può investire nel portafoglio della società di un altro fondo gestito dallo stesso *venture capitalist* e, infine, restrizioni che incidono sul tasso di indebitamento. Tutte queste clausole hanno l’effetto di limitare la capacità del *venture capitalist* di sostenere le aziende con prestazioni inferiori rispetto all’impegno assunto, gli impediscono di utilizzare un fondo di successo per recuperare un fondo che non ha generato i profitti attesi e rendono la *performance* di ciascun fondo più trasparente per gli investitori.

Il secondo gruppo di clausole interviene in presenza di situazioni in potenziale conflitto di interessi, limitando, ad esempio, la possibilità per il *venture capitalist* di utilizzare le disponibilità presenti nel suo patrimonio personale per finanziare la società in cui si è deciso di investire o moderando l’impegno da lui profuso ai fini della costituzione di un nuovo fondo, così da massimizzare la gestione dell’attuale fondo.

Infine, il terzo gruppo di clausole limita i tipi di investimenti che un fondo può effettuare impedendo, tra l’altro, al *venture capitalist* di utilizzare il denaro conferito nel fondo dagli investitori per conseguire benefici privati.

¹⁰ Il gestore di solito riceve una commissione di gestione annuale per i suoi servizi, ma la commissione è relativamente piccola, di solito il 2,5% del capitale impegnato (c.d. “*management fee*”). La principale forma di retribuzione è, invece, rappresentata dal c.d. “*carried interest*”, vale a dire un diritto a ricevere una determinata percentuale, in genere pari al 20%, dei complessivi profitti generati dal fondo di VC.

In particolare, quando si parla di *carried interest*, si fa riferimento alla componente variabile della remunerazione dei gestori, la cui funzione è quella di incentivare gli stessi a selezionare i migliori progetti in cui investire e curare nel modo ottimale gli investimenti effettuati.

Il *venture capitalist*, di solito, riceve il suo *carried interest* contestualmente al momento in cui si procede alle ripartizioni a favore dei *limited partners* e la sua corresponsione è soggetta a un duplice ordine di limiti. In primo luogo, i *general partners* non ricevono tale forma di retribuzione finché i *limited partners* non abbiano ottenuto un importo pari ai conferimenti da loro effettuati nel capitale del fondo, a volte con gli interessi. In secondo luogo, le distribuzioni al gestore sono soggette a determinate “*claw back provisions*” le quali garantiscono che l’ordine secondo cui si procede alle ripartizioni non incida sulla percentuale finale dei profitti spettanti al *venture capitalist*, consentendo quindi ai *limited partners* di recuperare una parte dei *carried interests* ricevuti dal *general partner* nei casi in cui le perdite successive dimostrino che il GP ha ricevuto una compensazione in eccesso rispetto a quella che gli spettava. Sul tema cfr. R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*; nonché H. LANDSTRÖM, *Handbook of Research on Venture Capital*, Cheltenham/Northampton, 2007.

Un rilievo particolare riveste la previsione di un termine fisso alla sua durata, solitamente 10 anni, prorogabile fino ad arrivare a 12-13 anni solo eccezionalmente, se così disposto dal regolamento negoziale e, in particolare, nei casi in cui l'operatività del fondo risulti essere particolarmente vantaggiosa.

Tale previsione si traduce, in sostanza, nell'assunzione, da parte dei *venture capitalists* nei confronti dei propri investitori, di un impegno a restituire il capitale investito maggiorato di determinati rendimenti entro il periodo stabilito, sì come determinato dalla previsione negoziale che fissa la durata del fondo.

Ciò implica che i *venture capitalists* saranno incentivati ad impiegare la ricchezza raccolta in monte secondo una logica che sia in grado di generare i rendimenti promessi nei tempi prestabiliti, pena, stante la competitività del mercato, la estromissione da esso.

Tali incentivi condizionano fortemente la gestione di tutto il ciclo di investimento¹¹, inclusa la negoziazione dei termini contrattuali con ciascuno degli imprenditori finanziari

¹¹ Sul punto G.D. MOSCO - C.A. NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in AGE 1-2/2021- in cui si evidenzia come, in linea di principio, i gestori si dedicano durante i primi 3-5 anni alla selezione dei progetti e all'effettuazione degli investimenti, individuando complessivamente dieci/quindici imprese corrispondenti circa all'1% di quelle che si candidano a ottenere il finanziamento. I successivi 5-8 anni sono invece dedicati alla preparazione ed esecuzione delle operazioni di disinvestimento e sono strumentali alla restituzione agli investitori del capitale precedentemente apportato nel patrimonio del fondo, maggiorato di un ritorno del 25-35% annuo; e ciò anche al fine di incentivarli ad investire nuovamente la propria ricchezza nel nuovo fondo nel frattempo costituito. È infatti importante rilevare come i *venture capitalists* in genere gestiscono più di un fondo contemporaneamente e quindi nella metà del ciclo di vita di un fondo, iniziano già a raccogliere investimenti per la creazione del successivo.

La fase di selezione dei progetti inizia immediatamente dopo aver definito l'entità entro cui è possibile procedere all'investimento ed è volta ad individuare le possibili opportunità di investimento presenti sul mercato. La selezione, tuttavia, non si fonda esclusivamente sulla valutazione circa l'innovatività del progetto imprenditoriale sottostante e la sua capacità di generare una crescita di valore in un breve lasso di tempo, ma anche sulla verifica se il progetto presenti caratteristiche tali da consentire un disinvestimento tempestivo e profittevole.

Un dato progetto deve essere tale quindi da superare non soltanto il c.d. "*investment fit test*", volto a verificare se l'opportunità di investimento è in linea con la generale politica di investimento del fondo di VC, ma anche l'ulteriore e distinto "*investment potential test*", finalizzato invece ad appurare se l'opportunità di investimento sia concretamente perseguibile. Una volta che un dato progetto sia stato prescelto, è avviata la negoziazione tra *venture capitalist* e imprenditore durante la quale le parti definiscono alcuni aspetti, tra cui il termine entro il quale lo stesso deve essere implementato (cfr. C.A.NIGRO, *Venture capital-backed firm, Trade Sales e tutela dell'imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*).

Alla conclusione della negoziazione fa poi seguito una fase di "gestione degli investimenti". La fase che precede l'investimento è caratterizzata da una forte asimmetria informativa tra il *venture capitalist* e il socio imprenditore della società nel cui progetto si è deciso di investire. Ciò porta con sé un tipico problema di agenzia noto come "*adverse selection*" dovuto al fatto che il finanziatore, disponendo prima

- da cui, in definitiva, dipende la definizione della struttura di governo della società in discorso.

3. La società finanziata tramite VC

Una volta effettuato l'investimento¹² nella società finanziata prescelta a seguito della fase di selezione dei progetti, il rapporto tra il *venture capitalist* e il socio imprenditore verrà necessariamente toccato dalla nascita di costi di agenzia in forza dei quali gli interessi delle due parti entreranno in conflitto.

dell'investimento di informazioni insufficienti sul prodotto che si accinge a finanziare, non è in grado né di distinguere tra i gestori ad alta capacità e quelli aventi una ridotta attitudine imprenditoriale né di comprendere le effettive potenzialità del progetto. Per un approfondimento sul tema dell'*adverse selection* v. P.MASOURUS, *Private Ordering and Corporate Governance: The Case of Venture Capital*.

Ed invero, trattandosi nella maggior parte dei casi di *start-up* innovative, operanti in settori ad alto rischio tecnologico, può accadere che il prodotto realizzato dalla società finanziata non consenta al *venture capitalist* di prevederne il successo trattandosi, ad esempio, di un *unicum* nel suo genere o di un prodotto di difficile realizzazione. Tutto ciò genera una profonda incertezza che è comunque mitigata dalla natura dei *venture capitalists* che intervengono nell'investimento come intermediari informati. Poiché essi, infatti, nella loro attività valutano molti progetti e hanno specifiche competenze tecniche e industriali, l'asimmetria informativa tra loro e l'imprenditore non è così grave come quella che sussiste nel caso in cui l'imprenditore abbia a che fare con investitori ordinari - così affermano M. KLAUSNER - K. LITVAK, *What economist have thought us about venture capital contracting*.

Terminata la fase dell'investimento, strumentale alla creazione di valore, si apre la successiva fase del disinvestimento preordinata invece alla monetizzazione della ricchezza creata.

Stante la ciclicità del processo di investimento, è essenziale la capacità del *venture capitalist* di mantenere gli impegni assunti nei confronti degli investitori per conservare e migliorare la propria posizione in un mercato fortemente competitivo. Ed invero, la posizione sul mercato dei fondi di VC è fortemente condizionata dalle *performances* passate che, da un lato, sono considerate dalla comunità degli investitori come un indicatore della capacità dei gestori di adempiere gli impegni precedentemente assunti e, dall'altro, dovrebbero essere in grado di ingenerare fiducia in vista di un investimento futuro.

¹² L'investimento del *venture capitalist* nella società il cui progetto è stato prescelto si realizza tendenzialmente attraverso l'acquisto di una partecipazione societaria o mediante sottoscrizione di un aumento di capitale della società finanziata. I *venture capitalists* investono importi relativamente piccoli nella fase iniziale di sviluppo di un'impresa e quindi immettono capitale in modo incrementale dopo aver osservato i progressi di un'impresa in relazione alle sue proiezioni iniziali. In aggiunta, il *venture capitalist* mantiene il diritto di interrompere il finanziamento e questo costituisce un presidio volto a dissuadere un imprenditore, che sa di avere un cattivo progetto, dal candidarsi per ottenere tali tipi di finanziamenti.

L'apporto del *venture capitalist* non si traduce comunque esclusivamente in un supporto di carattere finanziario, ma si concretizza in una serie di servizi eterogenei che lo stesso offre e che si legano alla sua formazione altamente tecnica. Tra questi particolare rilievo assume il supporto prestato per la specializzazione delle risorse umane della società attraverso, per esempio, il coinvolgimento nel consiglio di amministrazione di amministratori indipendenti - ancora sul punto, M. KLAUSNER - K. LITVAK, *What economist have thought us about venture capital contracting*.

3.1 I costi di agenzia

I costi di agenzia sono strettamente connessi alla separazione tra gestione e finanza. Infatti, la relazione contrattuale tra i finanziatori dell'impresa (*i principal*) e i gestori (*gli agent*) si caratterizza per la presenza di tre elementi essenziali: una mancata uniformità degli obiettivi tra il *principal* e gli *agent* da cui discende che la massimizzazione dell'utilità di ciascuno di essi dipende dall'intraprendere azioni diverse e dall'assunzione di decisioni eterogenee; una diversa propensione al rischio tra le parti; la presenza di un'asimmetria informativa che rende difficile e costoso per i finanziatori verificare la correttezza dell'operato gestorio¹³.

Nel finanziamento tramite VC il conflitto esistente tra il *venture capitalist* e l'imprenditore può dipendere anzitutto dalla circostanza che il gestore potrebbe non rendere uno sforzo ottimale nella gestione della società, utilizzare risorse aziendali per ottenere vantaggi privati o ancora adottare strategie che comportino un rischio eccessivo rispetto al rendimento atteso. A ciò si aggiunge la possibilità che si registrino comportamenti opportunistici, non solo dal lato imprenditore, ma anche da quello dell'investitore, che costringano la società a adottare decisioni che massimizzino l'interesse del soggetto opportunistica a scapito dell'interesse sociale. Tutto ciò è fonte di un problema più ampiamente noto come "*moral hazard*"¹⁴ che integra la maggior parte dei costi di agenzia e richiede, ai fini del suo superamento, la costituzione di un adeguato assetto di governo societario¹⁵.

¹³ Sul tema v.W.A. SAHLMAN, *The structure and governance of venture-capital organization*.

¹⁴ Sul punto B. HOLMSTROM, *Moral hazard and observability* (1979), in *The bell Journal of Economics*, Vol.10, n.1 - ove si rileva come un problema di azzardo morale può sorgere quando gli individui si impegnano nella condivisione del rischio imprenditoriale in condizioni tali che le loro azioni, adottate privatamente, influenzano la probabilità del risultato nel suo insieme. L'autore evidenzia, poi, come la principale fonte di tale categoria di *agency costs* sia l'asimmetria informativa tra le parti derivante dall'impossibilità di realizzare un pieno monitoraggio sulle condotte dei singoli e soprattutto di farne oggetto di completa contrattazione.

¹⁵ Cfr. P. MASOURUS, *Private Ordering and Corporate Governance: The Case of Venture Capital*.

Dunque, dinanzi al rischio di azzardo morale che emerge tipicamente in questo contesto, il rapporto negoziale che si origina a seguito dell'investimento si regge su alcuni specifici presidi e soluzioni volte all'allineamento degli interessi delle parti e alla massimizzazione della comune ricchezza; rapporto negoziale che si sostanzia in un contratto non standardizzato predisposto dalle parti al fine di consentire l'effettiva implementazione dell'accordo che governa il fondo di VC.

Ciò si realizza attraverso il c.d. "braiding", una tecnica tale da conformare, informalmente, i contenuti del contratto tra *venture capitalist* e imprenditore all'interno della società finanziata tramite VC con quelli del contratto tra investitori e gestori a livello di fondo, in modo che, operativamente, l'uno diventi una sorta di "estensione" dell'altro¹⁶. E allora, attraverso tale tecnica, il contratto tra *venture capitalist* e imprenditore perde la sua natura "atomistica" e si lega necessariamente al ciclo di vita del fondo.

L'intreccio che si genera porta all'adozione di clausole inserite nell'accordo con l'imprenditore¹⁷; clausole che sono tali da incidere sulla definizione della specifica struttura finanziaria e di governo societario della società finanziata tramite VC e che sono

¹⁶ Il concetto di *braiding* è stato per la prima volta teorizzato da R.J.GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience* - ove si rileva come il mezzo finale attraverso cui è possibile superare i problemi contrattuali derivanti dall'asimmetria informativa, dai costi di agenzia e dall'incertezza, è la realizzazione di un intreccio (*braiding*) del contratto tra investitori e gestori all'interno del fondo di VC e quello tra imprenditore e *venture capitalist* all'interno della società finanziata, al fine di creare un legame reciproco che possa garantire l'attuazione efficace di entrambi i contratti.

Tuttavia, dalle interpretazioni successive, è stato rilevato come tutto ciò implicherebbe la costante applicazione del principio della massimizzazione del valore totale per i soci per tutta la durata del contratto tra imprenditore e *venture capitalist*; principio che è, però, in contrasto con tutte quelle situazioni in cui si renda necessaria una cessione tempestiva della partecipazione, non essendovi in quel caso alcuna garanzia che sarà possibile coniugare la cessione tempestiva e la massimizzazione della complessiva ricchezza comune. Ciò implica che il *braiding* può essere più correttamente inteso non come uno strumento volto a favorire l'effettiva implementazione di entrambi i contratti, quanto piuttosto come uno strumento contrattuale strumentale esclusivamente, o almeno principalmente, a sostenere l'efficace attuazione del contratto che disciplina il fondo di VC. Sul punto v. C.A. NIGRO - J.R. STAHL, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections* (2021), in *European Business Organization Law Review*, Vol.39.

¹⁷ Sul tema cfr. ancora C.A. NIGRO - J.R. STAHL, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*; nonché C.A. NIGRO - G.D. MOSCO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in AGE 1-2/2021- ove si fa riferimento, tra le clausole, a quelle che consentono all'investitore di porre il veto su certe operazioni attraverso le quali l'imprenditore potrebbe estrarre valore dall'impresa, per esempio cedendo dei beni aziendali o accrescendo il complessivo livello di debito; o a quelle che gli permettono di eseguire operazioni volte al disinvestimento, per esempio trasferendo tutte le partecipazioni sociali a terzi (c.d. "drag-along provisions"), che saranno oggetto di futuro approfondimento (v. *infra* Capitolo II, § 12.2).

volte alla ricerca di un compromesso tra l'ambizione condivisa delle parti contraenti alla creazione di valore e, coerentemente con la durata del fondo di VC, la necessità di generare liquidità futura. Si imprime così alla relazione negoziale tra le parti una struttura bifasica con un "tempo per investire", dedicato alla creazione di valore, e un "tempo per disinvestire", strumentale, invece, alla monetizzazione del valore creato.

3.2 Il governo societario

La struttura di governo delle società finanziate tramite VC si caratterizza per una particolare allocazione dei poteri decisionali - variabile a seconda delle esigenze di volta in volta emergenti - che deroga alla regola tradizionale secondo la quale la possibilità di influire sulle scelte decisorie dell'impresa è proporzionale alla partecipazione al capitale di rischio detenuta.

Di regola, l'adozione delle decisioni di maggior rilievo spetta principalmente all'imprenditore fermo restando che il *venture capitalist* è tutelato dalla previsione di alcune clausole restrittive, previste nel rapporto negoziale tra le parti, il cui scopo è quello di prevenire il rischio di decisioni pienamente discrezionali ed arbitrarie.

La scelta di allocare il potere decisorio nelle mani dell'imprenditore, di fatto conferendogli la gestione della società, è fondata sulla fiducia riposta dal *venture capitalist* nel massimo impegno che sarà profuso dallo stesso nell'esercizio delle sue funzioni ed è comunque connessa alla capacità del *venture capitalist* di attrarre gestori dotati di particolare professionalità.

La struttura di governo così delineata comporta che, mentre l'imprenditore gestisce quotidianamente la società al fine di assicurare e massimizzare la creazione del valore atteso dallo sviluppo del progetto, i *venture capitalist* - come rilevato da Klausner & Litvak (2001), ma anche da Gilson (2003) - assumono un ruolo di consulenti di gestione fornendo un'assistenza operativa quotidiana affinché i loro interessi non siano pregiudicati dall'operato imprenditoriale.

Ed invero, seppure il *venture capitalist* nella maggior parte dei casi acconsenta a che le decisioni in merito alla gestione siano lasciate all'imprenditore, è comunque titolare di diritti di controllo che molto spesso risultano sproporzionati rispetto alle sue partecipazioni al capitale della società¹⁸. Questi includono il diritto di occupare posti nel consiglio di amministrazione nominandone la maggioranza dei membri e il diritto di veto su alcune importanti decisioni di gestione (in particolare su quelle che riguardano le vendite di *assets*, i cambiamenti nel controllo e l'emissione di titoli¹⁹).

La ripartizione di funzioni e poteri precedentemente delineata è comunque destinata a mutare quando non ne consegua concretamente la creazione di valore o, addirittura, si arrivi ad un decremento dello stesso. In tali ipotesi, quello che emerge è un'incapacità degli imprenditori di adottare scelte di gestione che siano idonee a sviluppare nel miglior modo il progetto su cui si è deciso di investire. Da qui il riconoscimento al *venture capitalist* di alcuni poteri reattivi di diversa intensità che possono sostanziarsi nella richiesta di acquisto forzato della propria partecipazione da parte della società, nel rifiuto di versare i conferimenti ancora dovuti, fino ad arrivare alla possibilità di rimuovere l'imprenditore dalle sue funzioni decisorie rimpiazzandolo con un professionista in grado di risollevarne l'impresa.

Un presidio a tutela del *venture capitalist* e che qualifica il rapporto negoziale esistente tra le parti è la previsione della c.d. "*termination option*"; con ciò volendosi far riferimento al potere attribuito al *venture capitalist* di effettuare un disinvestimento tempestivo e, quindi, di generare liquidità ponendo fine alla sua relazione con l'imprenditore. Questa prerogativa è generalmente esercitata dal *venture capitalist* quando il fondo di VC si avvicina alla sua fine - essendo in quel caso decorso il termine massimo entro cui implementare il progetto - , ma sarà esercitabile anche nel caso in cui gli obiettivi prefissati non siano stati ancora raggiunti.

Seppure sia fuori dubbio che il rapporto negoziale tra le parti è strutturato in modo da conseguire la massimizzazione della ricchezza comune, la *termination option* consente al

¹⁸ Cfr. R.J.GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*.

¹⁹ Sul punto v. P.GOMPERS - L.LERNER, *The Venture Capital Revolution*.

venture capitalist di deviare da detto scopo per il perseguimento di fini egoistici, da ciò derivandone il conseguente sacrificio di una frazione del valore totale per i soci.

3.3 La struttura finanziaria

Alla particolare configurazione della struttura di governo della società finanziata si accompagna una altrettanto tipica struttura finanziaria.

La prospettiva del *venture capitalist* è quella di finanziare un progetto di successo, ma se ciò non si verifica in concreto sorge la necessità di tutelarlo dal rischio di perdere il capitale investito. Questo si realizza prevedendo nell'accordo negoziale tra le parti le c.d. preferenze liquidatorie che riconoscono al *venture capitalist* la titolarità di un credito per importo generalmente pari al suo investimento originale. Tale importo deve essere corrisposto in via preferenziale in una serie di "eventi di liquidità"; eventi che possono essere definiti come operazioni mediante le quali gli investimenti illiquidi effettuati nell'impresa vengono infine trasformati in liquidità²⁰.

Le preferenze liquidatorie possono avere diverse fonti in quanto è possibile incorporarle o negli strumenti finanziari di cui il *venture capitalist* è titolare - come nel caso di partecipazioni privilegiate convertibili in partecipazioni ordinarie - o, in alternativa, è possibile ricorrere alla previsione in favore del *venture capitalist* di un semplice diritto di credito dalla base tipicamente negoziale.

Le stesse, poi, sono riconducibili a due tipologie: le preferenze liquidatorie partecipative o non partecipative. Queste ultime impongono al *venture capitalist* di scegliere tra il conseguimento di quanto atteso in ragione della propria posizione privilegiata e quanto invece sarebbe ottenibile soltanto in ragione della propria partecipazione all'impresa in

²⁰ Cfr. C.A. NIGRO - J.R. STAHL, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*.

qualità di socio ordinario. Le preferenze liquidatorie partecipative, invece, consentono al finanziatore non soltanto di conseguire quanto atteso in virtù delle preferenze liquidatorie stesse, ma anche di concorrere *pro-rata* su quanto sia eventualmente residuo a seguito del conseguimento di quell'importo²¹.

Al di là di ogni classificazione, è possibile rilevare come le preferenze liquidatorie derivino dalla scelta dei contraenti di giungere alla disomogenea allocazione del rischio imprenditoriale, riconoscendo così al *venture capitalist* la possibilità di soddisfarsi prima dell'imprenditore e, nel caso in cui il valore residuo sia decisamente ridotto, appropriarsene integralmente²².

4. Il disinvestimento

La tecnica del *braiding* genera un collegamento informale tra l'accordo che disciplina il fondo e quello tra l'investitore e ciascuna impresa finanziata, di modo che il primo trovi nel secondo il suo ideale prolungamento e questo divenga un suo possibile strumento di implementazione²³. A tale risultato si perviene mediante l'inserimento nel contratto tra le parti di una serie di clausole che, se da un lato sono volte a prevenire il rischio che la ricchezza generata possa prematuramente uscire dalla società, permettono al contempo al *venture capitalist* di disinvestire dal veicolo societario tempestivamente e senza particolari difficoltà, anche in presenza di una volontà contraria dell'imprenditore.

²¹ Sul tema v. C.A. NIGRO, *Venture apital-backef firm, trade sales e tutela dell'imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*.

²² Detto in altri termini, a prescindere dalla loro natura partecipativa o non partecipativa, le preferenze liquidatorie realizzano un discostamento dalla logica della massimizzazione della ricchezza comune, portando a situazioni nelle quali la scelta conveniente per il *venture capitalist* non è altrettanto conveniente per l'imprenditore cosicché il *venture capitalist* non è indotto a perseguire l'interesse comune, ma il proprio interesse opportunistico.

²³ Cfr. G.D. MOSCO - C.A. NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*.

E allora, il rapporto negoziale tra *venture capitalist* e imprenditore che ne deriva si caratterizza per una struttura bifasica che cerca di coordinare due interessi: la creazione di valore entro un certo arco di tempo e la possibilità di disinvestire tempestivamente al fine di monetizzare il valore realizzato²⁴; interessi che sono tali da influenzare la relazione secondo una logica tesa sin dall'inizio al disinvestimento.

Tra i presidi inseriti nel rapporto negoziale tra le parti e da cui emerge chiaramente la centralità assunta dal disinvestimento, degna di nota è la c.d. *termination option* che, come già precedentemente esaminato, attribuisce al *venture capitalist* il potere di liquidare il proprio investimento in tempi rapidi nell'imminenza della conclusione del rapporto.

Le tecniche attraverso cui il *venture capitalist* è uso procedere ad un disinvestimento sono varie. Si danno, infatti, il riacquisto di azioni proprie (c.d. "*buyback*")²⁵, l'offerta

²⁴ Prima di investire, i *venture capitalists* pianificano l'uscita; ossia pianificano per ritirare il loro investimento dalla società dell'imprenditore. Ed invero, la capacità di controllare l'uscita è fondamentale per il modello di *business* scaturente dall'investimento di VC che, sostanziandosi in un finanziamento a breve termine, consente al *venture capitalist* di riallocare i fondi e i contributi non finanziari in altri progetti che presentano un potenziale di rendimento.

I *venture capitalists* acquisiscono la capacità di esercitare il disinvestimento assumendo il controllo sul consiglio di amministrazione della società in portafoglio, ottenendo specifici diritti di uscita, chiudendo il finanziamento della società in portafoglio o con una combinazione di questi tre metodi. Sul tema v. D.G. SMITH, *The Exit Structure of Venture Capital* (2005,) in *53 UCLA Law Review* 315.

²⁵ In un accordo di *buyback* l'impresa riacquista le partecipazioni da investitori che le hanno precedentemente ottenute dalla stessa. In pratica, il prezzo della partecipazione in un riacquisto è tipicamente menzionato nell'accordo iniziale e successivamente determinato dalle negoziazioni tra le parti al momento dell'uscita. Tutto ciò si sostanzia in una vendita commerciale in cui l'acquirente non è una nuova società proveniente dal mercato, ma un investitore a cui i soci, che non vogliono lasciare l'azienda, chiedono di sostenere l'attività. Quindi, attraverso il *buy back*, l'investitore rivende la propria quota a un soggetto che già riveste la qualità di socio o a un acquirente scelto dagli stessi appartenenti alla compagine sociale.

Calando l'operatività dell'istituto nel disinvestimento realizzato dal *venture capitalist* si può quindi osservare come, da un lato, è l'imprenditore a divenire il nuovo proprietario delle partecipazioni del *venture capitalist*, e, dall'altro, che l'effetto del *buyback* sia quello di eliminare l'asimmetria informativa tra le parti, favorendo in tal modo un'uscita totale dell'intermediario dalla società. Uno degli strumenti più utilizzati per raggiungere tale fine è il ricorso a partecipazioni incorporanti un'opzione di uscita che attribuiscono agli investitori il potere di rivendere le proprie partecipazioni all'imprenditore a un prezzo predeterminato, a condizione ovviamente che l'imprenditore abbia liquidità sufficiente per riacquistare le azioni. Sul punto, v. L. WANG- S.WANG - *Buybacks as an Efficient Strategy for Venture Capital in Emerging Markets* (2016), in *Pacific-Basin Financial Journal*, Vol.43.

pubblica iniziale (“IPO”)²⁶ ed il c.d. “*write-off*”²⁷. La tecnica di disinvestimento più importante – nella pratica e, soprattutto, ai fini che qui interessano – è, tuttavia, la c.d. “*trade sale*”²⁸, di cui si viene ora dicendo nel dettaglio.

²⁶ Le IPO comportano la vendita di partecipazioni di una società ad investitori pubblici, in genere (ma non sempre), accompagnate da una quotazione in borsa. Ciò significa che un'IPO è la condizione attraverso cui l'investitore avvia la vendita della società, potendo comunque la stessa avvenire sia durante che dopo la sua realizzazione. In entrambi i casi, il *venture capitalist* è fortemente coinvolto nel processo, agendo sia come *global advisor* con il compito di assistere la società nella fase di scelta dei soggetti che intervengono nell'operazione, che come *manager*. Tuttavia, il buon esito di un'offerta pubblica è molto difficile, in quanto l'azienda e la sua attività devono risultare attraenti agli occhi del mercato e l'imprenditore in grado di trattare con gli investitori. Sul punto v. D. CUMMING - J.G. MACINTOSH, *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits* (2003), in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27.

²⁷ Si tratta di una forma di disinvestimento fortemente disincentivata in cui l'investitore esercita il suo diritto di *exit* annullando il valore della sua partecipazione nella società finanziata quando da questa non derivi alcun ritorno economico. Tutto ciò si verifica, di solito, al momento del finanziamento iniziale quando il piano aziendale risulta troppo aggressivo tanto da condurre al fallimento dell'azienda stessa. Al momento del fallimento dell'azienda, il processo di cancellazione può essere guidato o da un accordo privato o dalla legge mediante, ad esempio, la procedura fallimentare. Un investimento sarà completamente ammortizzato quando il *venture capitalist* si convince che vi è poca o nessuna prospettiva di recuperare il suo investimento iniziale. In questa situazione, il *venture capitalist* riconosce che l'investimento ha ancora valore, ma non ha il significativo potenziale al rialzo che motiva l'investimento di capitale di rischio e, quindi, impiegherà il minimo sforzo, o comunque nessuno, per portarlo a buon fine. Cfr. ancora, D. CUMMING - J.G. MACINTOSH.

²⁸ Per lungo tempo si è ritenuto che le IPOs fossero il canale di disinvestimento “principe” per il VC. Alcuni studi, però, hanno evidenziato la rilevanza della *trade sale* come tecnica di disinvestimento anche nelle giurisdizioni in cui, tradizionalmente, la quotazione delle società finanziate è comunemente considerata come il miglior indice del successo di un'impresa. Si è constatato che, per le imprese operanti in certi settori industriali, la quotazione potrebbe generare ritorni subottimali. In particolare, l'offerta pubblica iniziale è, di solito, il canale con cui si potrebbe manifestare un comportamento aggressivo da parte del *venture capitalist*; comportamento in grado di generare un effetto negativo sulle prospettive di lungo periodo delle società ancora non mature per la quotazione in quanto fortemente indebitate. Da qui il rischio che tali società falliscano, non riuscendo a far fronte all'indebitamento, con conseguente danno alla stabilità dell'intero sistema finanziario.

La preferenza per la *trade sale* rispetto alle IPOs trova la sua giustificazione anche nella maggiore possibilità di incasso ad essa connessa, in tempi più rapidi; oltre all'opportunità offerta al *venture capitalist* di beneficiare, nella determinazione dei prezzi, dei meccanismi più accurati operanti nel mercato M&A rispetto a quelli che regolano il mercato delle IPOs o dei risparmi sui costi connessi al processo di quotazione. Sul tema cfr. C.A. NIGRO - J. STAHL, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*; nonché D. CUMMING - J.G. MACINTOSH, *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*.

5. In particolare: la *trade sale*

5.1 Forme di realizzazione

Nel gergo del mondo del VC si parla di *trade sale* per fare riferimento a una varietà di operazioni che si presentano come strumentali alla vendita di un'impresa sostenuta da tale forma di investimento.

Volendone dare una definizione maggiormente specifica e tecnica, nel concetto di *trade sale* rientrano tutte quelle transazioni nelle quali un terzo, che di solito è un *partner* strategico nelle vesti di acquirente, si assicura il pieno controllo sul patrimonio della società finanziata tramite VC, al fine di conseguire ogni variazione in aumento del valore dell'impresa.

Tale modalità di esercizio del disinvestimento può, in linea generale, assumere diverse forme, potendo consistere in un *asset sales*²⁹, in un *asset combinations*³⁰ o in uno *share transfers*³¹, che sono tra loro funzionalmente equivalenti essendo ciascuno di essi volto a realizzare il trasferimento del controllo totalitario. A ciò si aggiunge anche la variabile allocazione del potere decisionale ai fini della loro esecuzione: a seconda dei casi, infatti, può essere necessaria l'approvazione dell'organo amministrativo o anche dei soci in sede assembleare ovvero essere sufficiente quella del socio in quanto singolo.

²⁹ Per *assets sale* si intende la situazione nella quale una banca o un'impresa vende i propri crediti a una terza parte. Queste operazioni sono eseguite per una serie di motivi, tra cui per attenuare il rischio relativo all'attività d'impresa, ottenere flussi di cassa o soddisfare i requisiti di liquidazione. Definizione di HAYES, 20 settembre 2021, disponibile su Investopedia.

³⁰ Con *asset combinations* invece si indica un evento in cui la Società si consolida con, si fonde con o in, o vende tutte o sostanzialmente tutte le sue proprietà e attività a un altro soggetto. Definizione disponibile su <https://www.lawinsider.com/dictionary/asset-combination>.

³¹ Lo *share transfer* è, invece, la cessione volontaria dei diritti e, eventualmente, dei doveri di un socio della società (rappresentato in una quota della società). La partecipazione societaria, con i connessi diritti e doveri che alla stessa fanno capo, sono trasferiti da un socio che vuole perdere tale qualifica a favore di un soggetto che voglia al contrario assumerla. Definizione disponibile su <https://cleartax.in/s/share-transfer>

Ad incidere poi sulla scelta della forma più adatta per procedere a una *trade sale* sono diverse circostanze inerenti alle operazioni. Tra di esse rileva, ad esempio, il necessario controllo che il *venture capitalist* deve poter detenere nel consiglio di amministrazione per essere in grado di influenzare la decisione a livello societario circa la realizzazione della *trade sale* sotto forma di *asset combination* (ossia mediante operazioni di fusione o altre equivalenti); controllo in mancanza del quale residuerà la possibilità di riconoscere, a livello contrattuale, il potere del *venture capitalist* di procedere unilateralmente alla vendita della sua partecipazione mediante co-trascinamento della partecipazione dell'imprenditore³².

5.2 Logica economica

Dal lato “venditori”, ossia da quello del *venture capitalist* e dell'imprenditore, la *trade sale* consente loro di conseguire il c.d. premio di acquisizione.

L'impresa, infatti, ha uno specifico valore nella prospettiva di indipendenza (c.d. “*Stand-alone Value*”) che dipende fortemente dalle decisioni adottate in merito alla gestione e organizzazione delle sue attività. La *trade sale*, comportando l'acquisizione del controllo degli *assets* da parte del terzo acquirente, incide necessariamente sulla gestione della società, potendone da ciò derivare un aumento del valore dell'impresa (c.d. *Investment Value*)³³.

Pur di conseguire il controllo degli *assets* e implementare le strategie necessarie alla creazione di tale ulteriore valore, i potenziali acquirenti sarebbero allora disponibili a rinunciare a una frazione del maggiore valore atteso dall'operazione, corrispondendola ai

³² Sul punto cfr. C.A. NIGRO - J. STAHL, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*.

³³ L'*Investment Value* (noto anche come “*Strategic Value*”) considera le caratteristiche dell'acquirente e le variazioni positive che da queste possono derivare in caso di acquisizione da parte dello stesso. Esso si differenzia dal c.d. “*Fair Market Value*” che rappresenta invece il valore che l'impresa avrebbe se fosse oggetto di una negoziazione svoltasi in un contesto in cui l'acquirente non avesse la qualifica di un'acquirente strategico, come nel caso di una *trade sale*, ma fosse solo in grado di apportare risorse finanziarie e capacità gestorie equivalenti a quelle dei soggetti che attualmente gestiscono l'impresa. In tale ipotesi l'operazione non genererebbe alcuna variazione in aumento nel valore dell'impresa derivante dalle particolari caratteristiche dell'acquirente. Sul tema v. C.A. NIGRO, *Venture capital-backed firm, trade sale e tutela dell'imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*.

venditori sotto forma di premio di acquisizione pari alla differenza tra il prezzo pagato dall'acquirente per la società e il valore di mercato stimato della stessa.

5.3 La *termination option*

Nell'alternativa che si genera tra il mantenimento della società finanziata nella sua posizione di indipendenza e la *trade sale* che, al contrario, porta a un trasferimento degli *assets* a un terzo che ne assume il controllo, la decisione da assumere deve essere finalizzata al conseguimento di quello che è l'obiettivo di fondo che guida il rapporto negoziale tra imprenditore e *venture capitalist*: la massimizzazione della ricchezza comune. Si dovrebbe, pertanto, propendere per la *trade sale* ogniqualvolta, e soltanto se, tale scelta consentisse di conseguire un'utilità maggiore³⁴.

A modificazione della regola generale di *default* della massimizzazione della ricchezza comune, però, il contratto tra *venture capitalist* e imprenditore contiene la *termination option* di cui si è detto³⁵. Di conseguenza, in certi casi, il *venture capitalist* ha il potere di disinvestire anche a costo di sacrificare una parte della ricchezza comune³⁶ - ovvero, più

³⁴ Alla luce del criterio della massimizzazione della ricchezza comune, che dovrebbe fondare il rapporto tra le parti nell'investimento tramite VC, si potrebbe procedere a una *trade sale* solo conformemente a questa logica e se, quindi, il valore che si ottiene dalla vendita a un terzo sia maggiore di quello che si genererebbe se si propendesse per il mantenimento della posizione di indipendenza dell'impresa.

³⁵ V. *supra* in questo Capitolo, § 3.2.

³⁶ In tal senso cruciali, ai fini della smobilitazione della ricchezza generata, sono alcuni "eventi di liquidità" nell'ambito dei quali assumono rilevanza le c.d. "preferenze liquidatorie" che, come analizzato in precedenza, possono discendere da previsioni negoziali (c.d. "*waterfall provisions*") o, più spesso, essere incorporate negli strumenti finanziari e avere una diversa natura "non partecipativa" o "partecipativa", nel senso di essere conformate in modo da presentarsi come, rispettivamente, alternative o cumulative rispetto al valore residuo della partecipazione sociale.

Le stesse realizzano uno scostamento tra le utilità conseguibili dall'imprenditore e quelle ottenibili invece dal *venture capitalist*, con conseguente acquisizione da parte di quest'ultimo di una posizione di vantaggio; posizione di vantaggio che gli consentirà di optare per la realizzazione di una *trade sale* distruttiva di valore che cioè realizzi un trasferimento al terzo del controllo sugli *assets* della società finanziata ad un prezzo inferiore rispetto al valore che la stessa avrebbe se fosse conservata la sua posizione di indipendenza. Sul tema cfr. MOSCO - NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*; NIGRO, *Venture capital-backed firm, trade sale e tutela dell'imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*.

prosaicamente, di distruggere valore, vendendo, per esempio, a 90 quell'impresa che vale 100, nella prospettiva di poter mantenere le promesse fatte ai propri investitori e, così, ottenere nuovamente l'affidamento di quei capitali (in corso di raccolta in un nuovo fondo) che saranno necessari affinché il virtuoso percorso di finanziamento di altre imprese innovative ricominci da capo.

Uno degli scenari in cui tali dinamiche sono osservabili riguarda quelle *trade sale* eseguite dal *venture capitalist* in prossimità della scadenza del fondo, quando, cioè, le esigenze di liquidare gli investimenti effettuati divengono maggiormente pressanti - vuoi perché la proroga della durata del fondo non è un'opzione prevista, vuoi perché non è comunque stata concretamente concessa, vuoi perché è stata già concessa e non vi è ulteriore spazio per mantenere in vita il fondo.

Queste operazioni sono, allora, generalmente considerate come “inevitabili” rappresentando l'unico modo attraverso cui il *venture capitalist* può disinvestire rapidamente generando liquidità necessaria al soddisfacimento dei suoi investitori conformemente a quanto disposto dal contratto alla base del fondo di VC. Quindi, il limite di tempo entro cui deve svilupparsi il rapporto negoziale tra le parti giustifica questo tipo di *trade sale* - che assume il carattere di un'operazione non differibile - non potendosi vincolare il *venture capitalist* ad un impegno che sia configurabile come indeterminato.

6. Le *fair value protections*

Affinché il *venture capitalist* possa procedere all'esecuzione delle *trade sales* considerate “inevitabili”, è però necessario “disattivare” certe protezioni di cui l'imprenditore gode e la cui disponibilità potrebbe accrescere i costi della relazione per il *venture capitalist* e, dunque, indurlo, al margine (ossia a parità di ogni altra condizione), a non prendervi parte. Tra le protezioni ci sono le c.d. *fair value protections*, espressione di sintesi con cui si richiamano le protezioni volte a consentire all'imprenditore, in quanto socio esterno al processo decisionale, di rivendicare l'importo attuale della propria partecipazione - ossia, per intendersi, il valore della propria partecipazione sì come determinato in funzione del

valore dell'impresa nella prospettiva dell'indipendenza e non, invece, del valore dell'impresa sul mercato delle acquisizioni al momento dell'esecuzione della *trade sale*.

L'esigenza di disattivare queste protezioni risiede nella necessità di evitare che il *venture capitalist* debba indennizzare l'imprenditore, stante il temporaneo discostamento del valore dell'impresa sul mercato delle acquisizioni rispetto a quello nella prospettiva dell'indipendenza, all'atto della liquidazione del suo investimento. Tale "indennizzo", infatti, potrebbe tradursi in una c.d. "*exit penalty*" in grado di incidere sulla convenienza e sull'attrattiva dell'investimento e la cui prefigurazione, quindi, potrebbe indurre il *venture capitalist* a non investire affatto.

7. Il ruolo del diritto societario

La possibilità di dare concreto seguito alle indicazioni ricavabili dalle scienze economiche dipende, tuttavia, dalla conformazione dell'ordinamento societario, che, a seconda dei casi, potrebbe consentire ovvero vietare l'adozione di quelle soluzioni negoziali volte a disattivare le protezioni di cui si è ora detto.

In linea di massima, si può dire, sulla scorta di noti studi gius-economici, che un intervento imperativo nel settore della regolamentazione dei rapporti privatistici patrimoniali è destinato a rivelarsi presumibilmente inefficiente, in quanto in grado di indurre le parti a desistere dal collaborare. In presenza di documentati fallimenti del mercato, allora, sarebbe preferibile adottare soluzioni regolatorie flessibili; suscettibili, cioè, di essere "superate" dai privati tramite atti di autonomia negoziale.

L'applicazione di questi basilari concetti alla questione oggetto di discussione consente di suggerire che un diritto societario flessibile - che, cioè, consenta alle parti di superare le soluzioni di *default* predisposte dal legislatore in materia di *fair value protections* - è in teoria destinato a rivelarsi un'opzione superiore, perché in grado, per quanto già detto, di favorire la formazione di un maggior numero di relazioni contrattuali - ovvero, in

pratica, la creazione di un maggior numero di imprese innovative finanziate da VC - e, quindi, pur se solo in tale misura, di promuovere la crescita economica.

8. Sintesi e prosieguo

Il modello di investimento sopra delineato si è dimostrato ampiamente capace di fungere da fattore propulsivo di processi di radicale innovazione tecnologica e significativa crescita economica. È importante però rilevare come, affinché tale canale di finanziamento sia in grado di affermarsi in modo dirompente, un ruolo fondamentale è ricoperto dal diritto societario e, in particolare, dalla sua capacità di riconoscere al *venture capitalist* e all'imprenditore una scelta più libera nella definizione dei termini della relazione negoziale che li lega.

Ed invero, la definizione su base privatistica di tali aspetti, nell'ambito del rapporto negoziale, risponde anche all'esigenza di imprimere allo stesso, secondo la logica del c.d. "*braiding*", una struttura bifasica con una fase volta alla creazione di valore e un'altra alla sua monetizzazione, riconoscendosi al *venture capitalist* il potere, a un certo punto della vita dell'impresa, di disinvestire e così generare la liquidità necessaria per mantenere l'impegno verso i propri investitori.

Tali risultati, però, non possono essere raggiunti in presenza di un diritto societario rigido che, non consentendo una libera allocazione dei diritti patrimoniali ed amministrativi, precluda la possibilità di regolare la relazione tra le parti in base alle esigenze che di volta in volta si prospettano. Quanto più, infatti, il diritto societario è rigido, tanto più lo stesso sarà in grado di influire negativamente sulla nascita di innumerevoli relazioni di affari e, ancor di più, sul numero di investimenti tramite VC³⁷.

³⁷ Cfr. C.A. NIGRO - L. ENRIQUES, *Venture Capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in AGE 1/2021.

Più che il diritto scritto, che di fatto ricopre un ruolo secondario, una posizione rilevante è occupata dagli interpreti che, nei vari ordinamenti giuridici, difendono l'esistenza dei principi riconducibili alle c.d. *fair value protections*³⁸, la cui inderogabilità opera nel diritto vivente al di là da quanto previsto dal diritto positivo³⁹.

A tal fine, sarebbe opportuno un maggior ricorso a soluzioni private che siano in grado di neutralizzare le protezioni attivabili tramite il ricorso a tali principi e tali da rendere il diritto societario più coerente alla natura e alla logica sottesa al rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore.

Ed invero, la loro non derogabilità, ostacolando le principali manifestazioni del contratto tra le parti e incidendo su alcuni connotati fondamentali dell'investimento di VC - quale il disinvestimento realizzato nella forma della *trade sale* - finisce per bloccare sul nascere ogni tentativo di sviluppo del relativo mercato. Al contrario, un approccio più flessibile, pur lasciando inalterati i rapporti commerciali esistenti, consentirebbe, al contempo, la formazione di quei rapporti aggiuntivi che verrebbero instaurati solo se la protezione tramite il ricorso a tali principi potesse essere disattivata o, almeno, rimodellata.

Partendo da una disamina sull'ordinamento statunitense, patria degli investimenti tramite VC, e sulla disponibilità del suo diritto societario di disattivare le protezioni del valore attuale della partecipazione, si passerà ad analizzare l'evoluzione del mercato di VC nell'ordinamento italiano, al fine di verificare se un maggiore spazio di manovra lasciato all'autonomia negoziale delle parti sia potenzialmente in grado di garantire a tale canale di investimento il raggiungimento degli stessi livelli che si registrano nel resto dell'Europa e, soprattutto, negli Stati Uniti - ovvero se il mercato di VC e le imprese finanziate tramite lo stesso debbano continuare a considerarsi "i gioielli dell'economia americana"(Gilson, 2001).

³⁸ V. *supra* in questo Capitolo, § 6.

³⁹ Sul tema v. C.A. NIGRO, *Venture capital-backed firm, trade sale e tutela dell'imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*.

Capitolo II

LA TRADE SALE NEGLI USA

9. Uno sguardo alla società finanziata

L'industria statunitense di VC, come precedentemente illustrato, si caratterizza per un particolare strumento attraverso cui si realizza l'investimento nel mercato di capitale di rischio: le *limited partnerships*, al cui interno è possibile distinguere tra i *limited partners* e il *general partner*⁴⁰.

L'investimento realizzato mediante tale figura di intermediari si ripercuote necessariamente sulla struttura finanziaria e di governo della società nella quale la *limited partnership* decide di investire e su cui, pertanto, è importante soffermarsi.

9.1 La struttura finanziaria

Gli investimenti azionari che il fondo di VC si accinge ad effettuare nel capitale della società finanziata - finanziamento a cui l'investitore è solito procedere in *tranches*⁴¹ -

⁴⁰ V.*supra* nel Capitolo I, § 2.

⁴¹ Ci si riferisce al c.d. *staged financing*, in forza del quale il *venture capitalist* procede all'investimento a scadenze che vengono fissate in base a diversi fattori quali le caratteristiche della società finanziata o il potere contrattuale detenuto da una delle parti. Tale forma di finanziamento consente di ridurre i problemi di agenzia associati alla gestione della società finanziata, favorendo un allineamento degli interessi del *venture capitalist* e dell'imprenditore mediante la creazione di un incentivo al raggiungimento di determinati obiettivi di *performance*. Al mancato raggiungimento di tali obiettivi, infatti, si lega il potere del *venture capitalist* di chiudere il progetto rifiutandosi di continuare a finanziarlo. Inoltre, incentivando alla profusione di un maggiore impegno, il finanziamento in *tranches* riduce anche l'incertezza derivante dall'asimmetria informativa tra il *venture capitalist* e l'imprenditore.

Ed invero, anzitutto è importante rilevare come lo *staged financing* facilita, nella fase che precede l'investimento, la distinzione da parte del *venture capitalist* tra cattivi e buoni imprenditori; questi ultimi maggiormente in grado di raggiungere determinati obiettivi di *performance* e di indurre, quindi, il *venture capitalist* a continuare a finanziare il progetto.

Tale forma di finanziamento riduce l'asimmetria informativa anche in un secondo modo: rende maggiormente credibile il contenuto stesso del progetto predisposto dall'imprenditore e per la cui

assumono, di solito, la forma di partecipazioni sociali privilegiate convertibili in partecipazioni ordinarie. Ed invero, una delle caratteristiche distintive delle società finanziate statunitensi è la previsione di due classi di strumenti finanziari: mentre al *venture capitalist* sono generalmente assegnate *convertible preferred shares*, l'imprenditore è invece titolare di *common shares*.

Il carattere privilegiato di tale categoria di strumenti finanziari dipende dal riconoscimento al loro titolare di un diritto a prevalere sui titolari di partecipazioni ordinarie in tre aree. In particolare, si riconosce al *venture capitalist* una preferenza nel pagamento dei dividendi, una priorità al verificarsi di un evento di liquidità - quale una *trade sale* - e la detenzione del controllo nell'ambito della struttura di governo societario⁴².

Si tratta, per di più, di partecipazioni sociali con privilegi che possono essere obbligatoriamente o facoltativamente convertite in partecipazioni ordinarie⁴³,

implementazione si richiede un finanziamento tramite VC. Fermo restando che l'imprenditore ha ovviamente informazioni migliori su tempi, costi e probabilità di successo del piano aziendale, il rischio dell'interruzione del finanziamento, connesso al mancato raggiungimento di determinati obiettivi, sollecita l'imprenditore a presentare tali informazioni al *venture capitalist* nel modo più veritiero possibile. Di questa impostazione R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*.

⁴² Sul tema cfr. R.J. GILSON, *Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock*, in *Harvard Law Review*, 2003; nonché M. KLAUSNER - K. LITVAK, *What economist have thought us about venture capital contracting*. In entrambi gli elaborati si evidenzia come una preferenza nel pagamento dei dividendi si sostanzia nell'impossibilità di procedere al pagamento di dividendi in favore dei titolari di partecipazioni ordinarie prima che sia completato il pagamento dei dividendi spettanti ai titolari delle partecipazioni dotate di privilegio.

La preferenza sui dividendi, per essere efficace, deve essere cumulativa, di modo tale che i dividendi privilegiati maturino anche se non pagati contestualmente. Quando si parla di dividendi cumulativi ci si riferisce ad un particolare tipo di dividendo a cui corrisponde un pagamento differito e in base al quale, nella maggior parte dei casi, si richiede che tutti i titolari di partecipazioni privilegiate ricevano integralmente i pagamenti cumulativi in sospeso prima che i soci ordinari ricevano qualsiasi tipo di rendimento connesso al loro investimento. Il perseguimento di tale risultato si realizza sia attraverso l'incorporazione dei dividendi accumulati in preferenze liquidatorie sia adeguando il rapporto di conversione delle partecipazioni privilegiate in partecipazioni ordinarie all'ammontare dei dividendi maturati, ma non pagati. Se, al contrario, il *venture capitalist* detenesse partecipazioni privilegiate "c.d. pure", il suo rendimento sarebbe limitato, mentre quello dei detentori di partecipazioni ordinarie, tra cui l'imprenditore e altri gestori, sarebbe eccessivamente alto.

Le azioni privilegiate convertibili, in aggiunta ad una preferenza nel pagamento dei dividendi, riconoscono al *venture capitalist* la titolarità di un credito (c.d. preferenze liquidatorie partecipative o non partecipative), per importo generalmente pari al suo investimento originale, da corrispondersi in via preferenziale in una serie di "eventi di liquidità", tra cui particolare importanza assume appunto il disinvestimento tramite *trade sale*.

⁴³ Sul punto v. C.A. NIGRO - L.ENRIQUES, *What economists have thought us about venture capital contracting* - ove si rileva come il diritto di conversione connesso a tale tipologia di titoli si atteggia in

generalmente a un prezzo sotto la pari - ossia ad un importo inferiore rispetto al valore nominale delle azioni - a fronte di determinati eventi. Tra questi, oltre alla *trade sale*, è possibile rilevare come le *convertible preferred shares* si convertono automaticamente in *common shares* nel momento in cui l'impresa viene acquisita tramite un'IPO, consentendo così al *venture capitalist* di beneficiare del rendimento che ne deriva quando l'impresa diventa pubblica⁴⁴.

Sul piano dei diritti amministrativi, comunque, tale categoria di strumenti finanziari non si differenzia significativamente dalle partecipazioni ordinarie. Di solito, infatti, come nel caso delle partecipazioni ordinarie, ogni partecipazione assistita da un privilegio conferisce un voto, potendo però anche accadere che il numero di voti ad essa assegnato sia calcolato in base al rapporto di cambio⁴⁵.

9.2 La struttura di governo

Una caratteristica distintiva della struttura di governo, che si viene a definire a seguito di un investimento di VC nelle società finanziate statunitensi, è l'allocazione, nelle mani del *venture capitalist*, di un potere di controllo sproporzionato rispetto alla sua partecipazione⁴⁶. Ed invero, anche nel caso in cui il *venture capitalist* venga a detenere una partecipazione di minoranza al capitale della società finanziata, si riconosce allo

modo diverso a seconda che la preferenza liquidatoria sia partecipativa o non partecipativa. Nel caso in cui le *convertible preferred shares* incorporino una preferenza liquidatoria non partecipativa, si impone al *venture capitalist* di effettuare una scelta tra non procedere alla conversione e conseguire una data frazione del valore d'impresa, corrispondente alla pretesa finanziaria connessa al loro titolo, mediante l'esercizio di un'opzione o, in alternativa, convertire e conseguire una diversa frazione del valore d'impresa avente natura residuale. Al contrario, le *convertible preferred shares* con preferenze liquidatorie partecipative consentono al *venture capitalist* di conseguire valore da entrambi i canali, a prescindere dall'esercizio del diritto di conversione, di cui raramente egli si avvale.

⁴⁴ Cfr. M.KLAUSNER - K. LITVAK, *What economists have thought us about venture capital contracting*.

⁴⁵ Sul punto v. W.A. SAHLMAN, *The structure and governance of venture-capital organizations*- ove si evidenzia come il *venture capitalist* spesso può basare il rapporto di conversione per le partecipazioni privilegiate sulla *performance* della società: nel caso in cui la *performance* della società sia positiva, il prezzo di conversione potrebbe quindi essere più alto.

⁴⁶ Cfr. R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*; ma anche C.A. NIGRO - L. ENRIQUES, *Venture Capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*.

stesso il diritto di prendere parte al consiglio di amministrazione mediante la nomina della maggioranza degli amministratori⁴⁷. In particolare, in deroga alla disciplina che prevede che a ciascuna partecipazione corrisponda un voto e che, quindi, consente a un socio che detenga la maggioranza dei diritti di voto di nominare il maggior numero di membri dell'organo amministrativo, nelle società finanziate tramite VC la composizione di tale organo è tale da garantire la presenza di un numero eguale di rappresentanti del *venture capitalist* e dell'imprenditore⁴⁸.

Il riconoscimento al *venture capitalist* di un'influenza così forte all'interno del consiglio di amministrazione consente allo stesso di preparare sin dall'inizio il processo di disinvestimento; da ciò derivando che, data la natura *exit-oriented* del rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore, qualora il *venture capitalist* abbia il diritto di nominare soltanto un numero ridotto dei componenti dell'organo amministrativo o si trovi in una posizione di minoranza, in circostanze ritenute particolarmente importanti (cc.dd. "*default events*"),

⁴⁷ A differenza di altri intermediari finanziari come fondi pensione e banche, i *venture capitalists* sono qualificabili come investitori attivi in quanto sviluppano, in qualità di azionisti della società finanziata, meccanismi di monitoraggio contrattuale particolarmente dettagliati. Tale monitoraggio si realizza attraverso specifici patti parasociali conclusi con gli azionisti, la previsione di diritti differenziati tra gli stessi e la presenza del *venture capitalist* in qualità di membro del consiglio di amministrazione. Ed invero, la natura prematura dell'investimento, con tutte le conseguenze che questo implica in termini di incertezza, opportunismo e asimmetria informativa, spinge il *venture capitalist* a monitorare più attivamente le società finanziate mediante la conclusione di patti parasociali con gli azionisti. Tali accordi sono tendenzialmente incompleti e ciò costringe il *venture capitalist* a ricorrere a diversi strumenti che consentano di superare tale carenza. Tra questi, oltre alla separazione tra i diritti di voto e i *cash flows rights* della società, degna di menzione è, come prima accennato, la possibilità per il *venture capitalist* di essere parte del consiglio di amministrazione della società in cui si è deciso di investire. Sul tema cfr. L.A.A. VAN DEN BERGHE - A. LEVRAU, *The Role of the Venture Capitalist as Monitor of the Company: a corporate governance perspective* (2002), disponibile su SSRN <https://ssrn.com/abstract=294280>; nonché S.N. KAPLAN - P.STROMBERG, *Venture Capitals as Principals: Contracting, Screening and Monitoring* (2001), in *American Economic Review*, Vol. 91, n.2.

⁴⁸ In linea generale, si prevede che il *venture capitalist* possa nominare e revocare un certo numero di componenti dell'organo gestorio (di solito due) e che l'imprenditore possa nominarne e revocarne lo stesso numero. Ai componenti così nominati può inoltre aggiungersi un amministratore indipendente scelto, di comune accordo dalle parti, tra gli esperti che vantino esperienze professionalmente rilevanti nel settore. Tale ultima figura dovrebbe essere neutrale e facilitare l'adozione delle decisioni all'interno del consiglio di amministrazione, cercando soprattutto di prevenire ogni forma di opportunismo delle parti. Tuttavia, l'amministratore indipendente, essendo nella maggior parte dei casi scelto tra i soggetti più vicini all'investitore, non è sempre in grado di ricoprire tale ruolo di arbitro a causa del controllo di fatto che il *venture capitalist* esercita sul consiglio di amministrazione della società. Per un approfondimento sul punto cfr. W.W. BRATTON - L. WATCHER, *The Case Against Shareholder Empowerment* (2010), in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 158, n.3 ; C.A.NIGRO - L.ENRIQUES, *Venture Capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*; C.A. NIGRO, *Venture capital-backed firm, Trade Sale e tutela dell'imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*.

egli possa procedere, immediatamente, alla convocazione dell'assemblea per nominare un numero di amministratori ritenuto necessario per ottenere il controllo dell'organo amministrativo (c.d. “*shifting vote*”)⁴⁹.

Per di più, in forza delle *c.d. negative covenants*, si riconosce al *venture capitalist* il potere di opporre il veto su decisioni di particolare importanza - quali l'acquisizione o la cessione di quantità significative di *assets* o una deviazione sostanziale dal piano aziendale; diritti di veto che tendono ad essere maggiormente presenti nell'investimento che si realizza nelle fasi iniziali di sviluppo di una società, qual è l'investimento tramite VC che fornisce supporto finanziario e non finanziario ad imprese basate su progetti ad alto contenuto tecnologico e con un elevato potenziale di crescita nei momenti che precedono il loro affermarsi sul mercato (Gompers, 1998).

10. Il disinvestimento tramite *trade sale*: la *merger*

Come evidenziato in precedenza, tra le diverse modalità con cui è possibile procedere al disinvestimento dalla società finanziata tramite VC, un ruolo primario ha assunto il disinvestimento tramite *trade sale*. La *trade sale* rientra nelle ipotesi di vendita secondaria mediante la quale il *venture capitalist* venderà le sue azioni a una terza parte, tipicamente un acquirente strategico, che si assicura in tal modo il pieno controllo sugli *assets* della società finanziata⁵⁰.

Nell'industria statunitense di VC, si è soliti procedere alla *trade sale* mediante una *asset combination*, ossia una *cash-for-stock merger* che assume la forma di una “*triangular merger*”⁵¹.

⁴⁹ Di nuovo, cfr. C.A.NIGRO - L.ENRIQUES, *Venture Capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*.

⁵⁰ Cfr. D. CUMMING - J.G. MACINTOSH, *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*.

⁵¹ Una fusione triangolare coinvolge tre entità aziendali: una controllante (l'acquirente), la sua controllata e l'entità da acquisire (target). In particolare, tale tipologia di fusione prevede la creazione, da parte della società acquirente, di una NewCo. che prende il nome di “*shell subsidiary*”, (un tipo di società che può fungere da veicolo per transazioni commerciali senza che essa stessa abbia beni o operazioni significative), sua controllata al 100%. La società acquirente trasferisce alla sua controllata il corrispettivo da

La *merger* viene definita come la combinazione di due o più società nella quale solo una delle parti dell'operazione sopravvive e il cui risultato è la formazione di un'unica entità giuridica. La disciplina scritta è contenuta nel §11.04 del *Model Business Corporation Act* (MBCA) che delinea i diversi passaggi in cui si articola l'operazione di fusione.

Il MBCA attribuisce la competenza a predisporre il progetto di fusione e di assumere formalmente la decisione di procedere ad una *merger* al consiglio di amministrazione, essendo lo stesso investito della scelta di realizzare quelle che sono qualificabili come le operazioni strategiche che coinvolgono la società finanziata; operazioni tra cui rientrano, sicuramente, le operazioni di fusione e, dunque, anche la *cash-for-stock merger*.

corrispondere ai soci della società *target* a seguito dell'acquisizione, ottenendo in cambio tutte le partecipazioni della *shell subsidiary*. Quindi, la controllata si fonde con la società *target*, essendo soltanto esse coinvolte direttamente nel procedimento di fusione, mentre l'acquirente, dal canto suo, non assume la veste di parte del negozio giuridico che si procede a realizzare.

In via generale, si tende a distinguere tra due tipi di *triangular mergers*: la fusione triangolare *c.d. forward* e quella *c.d. reverse*.

In una fusione triangolare *c.d. forward*, l'acquirente trasferisce le partecipazioni alla sua controllata. E quest'ultima le utilizzerà per acquisire sostanzialmente tutti i beni della società *target* attraverso la realizzazione di un'operazione di fusione. Quindi, la società *target* e la controllata si fondono, con la controllata che sopravvive e la *target* che si estingue. Il risultato della transazione è che la *target* diventa una controllata al 100% dell'acquirente. Poiché la fusione è avvenuta tra la *target* e la controllata, l'acquirente non subentra nelle passività della *target*, garantendogli ciò la protezione da eventuali azioni dei creditori della stessa. Questo è il motivo principale per concludere una fusione triangolare *c.d. forward*: consentire all'entità acquirente di acquisire il controllo della *target* senza assumere su di sé le sue passività. In una fusione triangolare *c.d. reverse*, invece, la controllata dell'acquirente si fonde nella *target*. Le partecipazioni della controllata, per effetto della fusione, vengono estinte e sostituite da partecipazioni della *target*. Dopo la fusione, la *target* diventa una società interamente controllata dall'acquirente, senza che quest'ultima ne assuma su di sé le passività, mentre la controllata cessa di esistere.

Nel caso in cui la "*surviving company*" sia la NewCo., questa potrà immediatamente, dopo la fusione, modificare la sua denominazione sociale con quella della *target* e conservarne il valore e l'avviamento. In ogni caso, a prescindere dal fatto se a sopravvivere sia la Newco. o la società *target*, l'atto costitutivo dovrà essere ridefinito per conformare la struttura di governo e di capitale alla volontà delle parti. Superando tale distinzione, l'effetto che si ottiene è lo stesso: la società *target* diventa una società interamente controllata dalla società acquirente e i suoi soci diventano soci della controllante o, in alternativa, sono compensati con il pagamento di un corrispettivo in denaro.

Il fatto che la società acquirente non assuma la qualità di parte nel procedimento di fusione comporta che i suoi soci non potranno esercitare né i diritti di voto né attivare la protezione offerta dai *c.d. appraisal rights*. Volendo anticipare quello che poi sarà oggetto di successivo approfondimento, ci si riferisce alla possibilità per i soci, esterni al processo decisionale, di dissentire da determinati tipi di operazioni societarie, tra cui le fusioni, e di ottenere il pagamento delle proprie partecipazioni dalla società. Tali diritti potranno essere esercitati esclusivamente dai soci della società controllata e della società *target*, essendo soltanto queste due entità direttamente coinvolte nel procedimento di fusione. Sul punto cfr. S. HOFFER - D. A. OESTERLE, *Tax-free reorganizations: the evolution and revolution of triangular mergers* (2014), in *Northwestern University Law Review*, Vol.108; W.T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Aspen Publishers; 3rd edition, Aspen, 2012; S.M.BAINBRIDGE, *Corporate Law*, Foundation Press, 4th edition, 2020.

L'organo amministrativo, tuttavia, ha soltanto il potere di dare impulso al procedimento di fusione in quanto, essendo i soci chiamati ad approvare le modifiche sostanziali dell'atto costitutivo, sarà necessaria anche una deliberazione in senso positivo dell'organo assembleare.

In generale, salvo non sia disposto diversamente dall'atto costitutivo o dal consiglio di amministrazione, ai fini dell'approvazione assembleare si richiede il voto favorevole dei soci titolari di strumenti finanziari incorporanti diritti di voto e, quindi, nel caso di una *triangular merger*, sia degli azionisti della società soggetta a fusione sia di quelli della società controllata dall'entità che intende procedere alla fusione - in qualità di parti del negozio giuridico⁵² - riuniti in un'unica assemblea che decide a maggioranza⁵³.

Come espressamente previsto dallo stesso §11.04, però, può accadere che, per effetto di specifiche previsioni inserite nello statuto della società finanziata tramite VC, occorranza due distinte approvazioni: una da parte dei *common shareholders* e l'altra proveniente dai *preferred shareholders*⁵⁴.

⁵²W.T.ALLEN – R. KRAAKMAN – G.SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*. Gli autori rilevano anche come, nel caso in cui la società che si fonde nella *target* sia di molto più grande di quest'ultima, nel diritto statunitense, non è consentito ai soci della prima di esprimere il loro voto.

⁵³ La ragione per la quale, nelle operazioni di *merger*, si richiede il necessario intervento dei soci, riuniti in assemblea, si lega agli effetti connessi a tali tipi di transazioni. Ed invero, le stesse, incidendo direttamente sul rapporto tra il consiglio di amministrazione e i soci, rendono particolarmente difficile per questi ultimi trasferire i loro *managers* nella nuova entità che nasce dalla fusione. Quindi, se il progetto di fusione deve essere approvato dai soci e se l'approvazione deve essere data in assemblea, la società notifica a ciascuno di essi la data dell'assemblea in cui il piano deve essere sottoposto al loro consenso.

Approvato il piano con un numero di voti favorevoli maggiore dei voti contrari, ossia con la maggioranza dei voti relativi alle partecipazioni in circolazione, si potrà procedere nella realizzazione dell'operazione di fusione a seguito della predisposizione dell'atto di fusione che deve indicare l'ufficio statale competente.

⁵⁴ Quando una fusione diventa effettiva, a prescindere dal fatto se il consenso sia dato dai soci con un'unica deliberazione o con distinte deliberazioni, è possibile individuare alcuni effetti sempre ricorrenti che si realizzano sulle società coinvolte e che sono individuati al §11.07 del MBCA. Innanzitutto, la società designata nel piano di fusione come quella che sopravvive continuerà ad esistere mentre le società che sono fuse in quest'ultima cesseranno di esistere; le attività e le passività delle società coinvolte nel negozio giuridico sono trasferite in capo alla società superstita; l'atto costitutivo della società che continua ad esistere dopo l'operazione verrà emendato tenendo conto di quanto disposto nell'atto di fusione; le partecipazioni delle società coinvolte nella fusione saranno convertite, in conformità con i termini della fusione, in azioni o altri titoli, in interessi, obblighi, diritti di acquisire azioni, altri titoli o interessi ammissibili, contanti, altri beni o qualsiasi combinazione dei precedenti e i soci delle stesse potranno ricevere solo quanto disposto nell'atto di fusione o nello statuto. Cfr. MODEL BUSINESS CORPORATION ACT, *Chapter 11*; sul tema, nella manualistica cfr. W.T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, 2012; S.M. BAINBRIDGE, *Corporate Law*.

11. Un profilo di problematicità: *l'appraisal right*

Come osservato, la *merger* richiede ai fini della sua realizzazione l'approvazione sia del consiglio di amministrazione che dell'organo assembleare. Partendo da questa considerazione, è importante prendere in esame la situazione nella quale, detenendo di fatto il *venture capitalist* il controllo su entrambi gli organi, la *cash-for-stock merger* non sia implementata ai fini della massimizzazione della ricchezza comune, ma sia piuttosto orientata al conseguimento di uno scopo opportunistico a scapito dell'imprenditore. Qualora vi sia un socio di controllo è allora dubbio che il suo voto sia il frutto di un giudizio equo e disinteressato⁵⁵.

In tali circostanze, la protezione dei soci dissenzienti nei confronti di determinate operazioni societarie aventi natura opportunistica - tra le quali, appunto, la *trade sale* realizzata sotto forma di *cash-for stock merger* - passa attraverso il c.d. *appraisal right*⁵⁶:

⁵⁵ Il rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore è, infatti, in linea generale riconducibile alla relazione sussistente all'interno delle società tra soci di maggioranza e soci di minoranza. Il principio maggioritario espone i soci di minoranza a possibili condotte abusive della maggioranza che, in forza del potere detenuto all'interno della società, potrebbero intraprendere transazioni in grado di soddisfare esclusivamente i loro interessi opportunistici. Sul punto ancora W.T.ALLEN - R. KRAAKMAN - G.SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*

⁵⁶ L'origine dell'*appraisal right* si ricollega all'affermarsi del principio maggioritario che, a partire dal diciannovesimo secolo, ha preso il posto del principio unanimitario nell'adozione delle decisioni all'interno delle società, rendendosi, quindi, necessario tutelare gli azionisti dalla conseguente perdita del loro diritto di veto. Ed invero, per gran parte del diciannovesimo secolo, la regola generale prevedeva che qualsiasi transazione che portasse ad un'alterazione dei diritti fosse subordinata al consenso unanime di tutti i soci. Tale regola, però, divenne del tutto incompatibile con l'aumento delle dimensioni delle società e, di conseguenza, la regola dell'unanimità è stata sostituita in tutte le giurisdizioni da norme che attribuiscono alla maggioranza il potere di annullare la volontà della minoranza.

L'appraisal right fu quindi introdotto quando per la prima volta il legislatore riconobbe la possibilità di autorizzare un'operazione di fusione anche senza che fosse raggiunto un consenso unanime di tutti i soci. In questo modo, il socio escluso dall'adozione della decisione di procedere a tale operazione avrebbe potuto essere costretto ad accettare un investimento per sé illiquido in una società in cui non aveva interesse ad investire. Da ciò dipende la prima qualificazione dell'*appraisal right* come uno strumento volto ad offrire al socio un evento di liquidità per sottrarsi ad una operazione che non gli avrebbe permesso di conseguire alcun vantaggio.

Oggi *l'appraisal right*, stante l'evoluzione del mercato e il cambiamento della natura delle operazioni societarie fondamentali, non fornisce soltanto una "via d'uscita" al socio da una scelta d'investimento non condivisa, ma ha assunto nel tempo scopi diversi ed ulteriori. In particolare, *l'appraisal right* serve *ex ante* a dissuadere gli *insiders* della società dal porre in essere operazioni illecite, ed *ex post*, a fornire un rimedio ai soci di minoranza soggetti ad operazioni quali una *merger*. Per un approfondimento sul punto cfr. R. FISCHER, *The Appraisal Remedy in Corporate Law* (1983), in *American Bar Foundation Research Journal*,

la *fair value protection*⁵⁷ per eccellenza riconducibile all'interno della categoria dei c.d. *dissenters' rights*.

Negli Stati Uniti, ogni giurisdizione riconosce il diritto dei soci dissenzienti ad attivare la protezione offerta dall'*appraisal right*, ma non è comunque possibile generalizzare in quanto le operazioni per le quali è ammessa tale tutela variano a seconda di quanto disposto dalle leggi di ogni stato.

Il MBCA al §13.2 concede l'attivazione di tale rimedio in relazione a diverse tipologie di transazioni; tra queste rientrano le operazioni di *mergers, asset sales, share transfers*, oltre ad alcune modifiche dell'atto costitutivo della società.

Nel diritto societario del Delaware, invece, *l'appraisal right* trova la propria fonte di disciplina della *Section 262* della *Delaware General Corporation Law* (DGCL) ai sensi della quale un socio, che non abbia concorso all'approvazione di determinate operazioni, ha diritto a una stima (*appraisal*, appunto) del *fair value* della propria partecipazione che potrà ottenere rivolgendosi alla *Court of Chancery*.

In particolare, il diritto del Delaware delinea l'ambito applicativo di tale tutela in senso più restrittivo, riconoscendo espressamente la possibilità di attivare tale rimedio soltanto in caso di operazioni di fusione e chiarendo che non rappresentano presupposto di esercizio dell'*appraisal right* le operazioni funzionalmente equivalenti alla fusione quali

Vol.8, n.4 ; B.R.WERTHEIMER, *The shareholders' appraisal remedy and how courts determine fair value* (1998), in *Duke Law Journal*, Vol.47; W.T.ALLEN – R. KRAAKMAN – G.SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*,2012; S.M.BAINBRIDGE, *Corporate Law*.

⁵⁷ *L'appraisal right* è uno dei rimedi disciplinati nei diversi ordinamenti giuridici al fine di tutelare il *fair value* ossia il valore attuale della partecipazione sociale. Ciò giustifica la sua riconducibilità nella categoria delle cc.dd. "*fair value protections*" che possono impedire all'imprenditore, ma soprattutto al *venture capitalist*, di allocare a piacimento il valore che operazioni, quali la *trade sale*, sono in grado di generare. La loro funzione fondamentale è quella di definire il valore dell'impresa come il prezzo che i detentori del potere decisionale all'interno della società possono negoziare in una varietà di transazioni. Di conseguenza, se i decisori vendono l'azienda a un prezzo che scende al di sotto di tale soglia, i soci danneggiati, esterni al processo decisionale, avranno incentivi ad attivare la protezione offerta dal *fair value* per neutralizzare il tentativo di predazione.

In particolare, le *fair value protections* come *l'appraisal right*, danno diritto ai soci esterni al processo decisionale di dissentire da determinati tipi di operazioni societarie e di ottenere dalla società il pagamento del valore che le loro partecipazioni avevano prima che l'operazione fosse realizzata: si tratta del c.d. *fair value* delle proprie partecipazioni, corrispondente a una quota proporzionale del valore dell'impresa nella sua interezza e nell'ottica della sua continuità. Sul tema cfr. R. FISCHER, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*; B.R.WERTHEIMER, *The shareholders' appraisal remedy and how courts determine fair value*; C.A.NIGRO – J.STAHL, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*.

le *asset sales*⁵⁸. La *Section 262* lascia comunque all'atto costitutivo la possibilità di prevedere tale rimedio anche per altre transazioni, quali la vendita di tutti gli *assets* o modifiche dell'atto costitutivo; eventualità che, però, non si presenta quasi mai⁵⁹.

A prescindere dal tipo operazione per cui è attivabile la tutela ai sensi del MBCA o del DGCL, la *Section 262* del DGCL e, similamente, il §13.21 del MBCA richiedono, affinché il socio sia ritenuto idoneo a disporre di tale rimedio, il rispetto di specifici requisiti. Ed invero, lo stesso: deve aver mantenuto la titolarità delle partecipazioni fino alla data di efficacia della fusione; deve aver esercitato il suo diritto in conformità alla legge trasmettendo una notifica scritta alla società, prima della deliberazione dei soci, nella quale dia conto della sua intenzione di attivare tale tutela; non deve né votare a favore né acconsentire per iscritto all'operazione di fusione⁶⁰.

Seppure l'istituto sia oggetto di espressa regolamentazione nel diritto scritto, l'effettività della protezione offerta dall'*appraisal right* - rimedio che, in linea con la c.d. "*appraisal exclusivity*", si presenta come esclusivo, non concorrendo, ma anzi, escludendo gli altri strumenti di tutela⁶¹ - dipende dalla capacità dei tribunali di valutare le operazioni in modo coerente con il suo scopo; scopo consistente nel trovare il *fair value*⁶² delle partecipazioni

⁵⁸ Cfr. B.R. WERTHEIMER, *The shareholders' appraisal remedy and how courts determine fair value*.

⁵⁹ Cfr. W.T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*.

⁶⁰ Cfr. S.M. BAINBRIDGE, *Corporate Law*.

⁶¹ Sul punto v. C.A. NIGRO - D. MALTESE, *Private equity, mergers e waiver dell'appraisal right: note su un caso statunitense con cenni all'esperienza italiana* (2021), nota per *Rivista delle Società*.

⁶² Il metodo di valutazione del *fair value* della partecipazione societaria si è modificato nel corso del tempo. All'origine, la legge del Delaware determinava tale valore con una tecnica conosciuta come "*Delaware Block Method*" che andava a considerare tutti gli elementi rilevanti ai fini della determinazione del valore dell'impresa tra cui il guadagno dell'impresa, il valore dell'attivo e il prezzo di mercato delle azioni. Tale metodo, però, non teneva conto delle stime relative ai flussi di cassa futuri generati dall'operazione, essendo le stesse ritenute eccessivamente speculative.

Una svolta si raggiunge nel 1983 con il caso *Weinberger v. UOP, Inc.* a seguito del quale il tradizionale *Block Method* fu sostituito da un nuovo metodo di valutazione, il "*Discounted Cash Flow Method*", ancora oggi il principale metodo utilizzato dal diritto del Delaware e fondato sulla premessa che il valore di una società è determinato dal valore attuale dei suoi flussi di cassa futuri attesi.

Alla luce di tale metodo, il valore intrinseco di una partecipazione sociale dipende dalla sua capacità di generare in futuro i c.d. *free cash flow*, intendendosi con tale definizione l'ammontare di denaro che la partecipazione è in grado di produrre a favore del suo titolare.

che il §13.1 del MBCA definisce come “il valore delle partecipazioni della società determinato immediatamente prima dell'effettuazione dell'operazione societaria a cui il socio si oppone”.

12. La derogabilità dell'*appraisal right*

Consentendo al socio esterno al processo decisionale di rivendicare il *fair value* della propria partecipazione, l'*appraisal right* può rivelarsi problematico nel contesto del rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore, perché potenzialmente in grado di provocare, secondo quanto già detto, un *exit penalty*.

Ed invero, l'automaticità con cui tale rimedio opera, in transazioni quali una *trade sale* realizzata nella forma della *cash-for-stock merger*, non consente di cogliere la distinzione tra *trade sale* distruttiva di valore opportunistica e non opportunistica⁶³. È proprio in questo secondo caso che emerge un profilo di criticità dell'istituto: la possibilità dell'imprenditore di riottenere una porzione della ricchezza complessiva a cui aveva acconsentito di rinunciare al momento della definizione della sua relazione con il *venture capitalist*, beneficiando in tal modo di una tutela in via del tutto generalizzata⁶⁴; profilo di problematicità che impone di considerare, alla luce del quadro concettuale delineato in

Per un approfondimento sul metodo di valutazione del *fair value* Cfr. W.T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*.

⁶³ Tale automatismo trova il suo fondamento nella considerazione secondo cui il rapporto negoziale tra *venture capitalist* e imprenditore si regge sul principio della massimizzazione della complessiva ricchezza comune, che escluderebbe la possibilità del *venture capitalist* di procedere ad una *trade sale* distruttiva di valore, volta al perseguimento dei propri interessi opportunistici: cfr. *supra*, Capitolo I, § 5. Tale *modus operandi* non tiene però conto del fatto che, come precedentemente chiarito, l'effetto distruttivo potrebbe anche trovare origine da una scelta legittima del *venture capitalist* non configurabile come opportunistica. Ci si riferisce, in particolare, a tutte quelle situazioni che trovano fondamento nella *c.d. termination option* in forza della quale il *venture capitalist* ha il potere di effettuare un disinvestimento tempestivo, ponendo fine alla sua relazione con l'imprenditore, anche a costo di sacrificare una frazione totale del valore per i soci.

⁶⁴ L'imprenditore, quindi, in presenza di una *trade sale* legittimamente realizzata, potrebbe ottenere l'accertamento del valore della propria partecipazione in relazione al valore dell'impresa anteriormente all'operazione e, perciò, a prescindere dalla distruzione del valore. Ciò potrebbe consentirgli di conseguire una frazione di ricchezza maggiore di quella che contrattualmente avrebbe dovuto ricevere, pervenendosi così ad un'inefficiente redistribuzione della ricchezza generata dalla relazione contrattuale.

precedenza, se esso sia derogabile - ovvero, con termine improprio, rinunciabile.

12.1 Il diritto scritto

La derogabilità di tale rimedio non è mai stata oggetto di discussione approfondita. Nel disciplinare l'istituto dell'*appraisal right*, il MBCA autorizza le disposizioni dell'atto costitutivo che limitano o eliminano gli *appraisal rights* soltanto per i *preferred shareholders*; mentre la DGCL, alla *Section 262*, prevede che l'atto costitutivo possa espandere l'ambito operativo di tale istituto, ma non stabilisce espressamente che il rimedio possa formare oggetto di restrizioni o rinuncia.

Dinanzi all'incertezza derivante dal diritto scritto, una possibile soluzione a tale questione ancora aperta sarebbe quella di incidere sull'operatività del rimedio tramite soluzioni e regole private che prendono il nome di "*Appraisal Waivers*"⁶⁵; soluzioni che consentirebbero di limitare o eliminare l'*appraisal right* così da ridurre il costo e l'incertezza connessi alla valutazione del *fair value* della partecipazione del socio che attivi tale forma di tutela.

12.2 Gli *appraisal waivers*

Quando si parla di *appraisal waivers* è possibile individuare quattro tecniche negoziali generalmente utilizzabili a tale fine.

Una prima soluzione consiste nel c.d. "*pre-transaction freeze-out*" che consente a un socio di acquistare la partecipazione di un altro a un prezzo predeterminato o da determinarsi in applicazione di criteri o metodologie prestabilite in un momento anteriore

⁶⁵ Sul tema v. J.E.FISCH, *A Lesson from Startups: Contracting Out of Shareholder Appraisal* (2022), in *Iowa Law Review* - ove si rileva come le società private stanno implementando delle esenzioni al rimedio dell'*appraisal right* attraverso disposizioni contrattuali che includono diritti di trascinarsi, disposizioni che incidono direttamente sulla determinazione del *fair value* fino ad arrivare a deroghe esplicite all'operatività del rimedio stesso. Al contrario, le società pubbliche non hanno seguito l'esempio delle società private, presumibilmente a causa dell'impraticabilità dell'utilizzo dei patti parasociali al loro interno e della preoccupazione che una rinuncia a tale rimedio, prevista in uno statuto o regolamento, non sarebbe considerata valida.

rispetto alla realizzazione dell'operazione che costituisce presupposto di esercizio dell'*appraisal right*, neutralizzando, perciò, il rischio connesso al suo esercizio.

Una seconda opzione si sostanzia nelle cc.dd. "*fair price provisions*", in forza delle quali si procede alla ridefinizione *ex ante* della nozione di *fair value* ovvero alla specificazione dei criteri e delle metodologie utili a quantificare le utilità concretamente spettanti al socio.

Una terza opzione riguarda la previsione di una regola privata in forza della quale un socio si obbliga a non esercitare l'*appraisal right*, anche nel caso in cui abbia votato contro l'operazione.

Nella quarta opzione rientrano le cc.dd. "*drag-along provisions*" che si sostanziano nella formalizzazione di un accordo - più propriamente, un patto parasociale - in forza del quale un socio si obbliga a dare il suo voto favorevole a una determinata operazione societaria, implicitamente rinunciando alla possibilità di attivare la tutela offerta dall'*appraisal right*⁶⁶.

12.3 L'evoluzione giurisprudenziale

Le lacune lasciate sul tema dell'*appraisal right* dal diritto scritto sono state nel tempo colmate dalla giurisprudenza e, in particolare, dalla pronuncia della *Delaware Chancery Court* nel caso *Manti Holdings, LLC v. Authentix Acquisition Co.*, con la quale il ruolo degli *appraisal waivers* è stato considerevolmente rafforzato.

La pronuncia si sofferma su una tra le diverse tipologie di deroghe che consentono di neutralizzare l'*appraisal right* (le c.d. "*drag-along provisions*"), avendo infatti ad oggetto un patto parasociale in forza del quale i titolari di *common shares* si obbligavano

⁶⁶ Le *drag-along provisions* sono la forma più comune di limitazione degli *appraisal rights* nel mercato statunitense del VC. Per una panoramica su tale tipologia di *appraisal waiver* v. J.E. FISCH, *a lesson from startups*.

a votare, in sede assembleare, in favore della *cash-for-stock merger* pianificata dall'organo amministrativo.

L'importanza di tale caso, oggetto di successivo approfondimento⁶⁷, si lega alla sua funzione pionieristica essendo stata la prima volta in cui un tribunale del Delaware ha ritenuto che, anche per i *common shareholders*, la tutela offerta dall'*appraisal right* potesse essere contrattualmente derogata, riconoscendosi invece, fino a quel momento, tale facoltà solo ai *preferred shareholders*⁶⁸. Ed invero, le Corti del Delaware hanno riconosciuto ai titolari di *preferred shares* la possibilità di formalizzare un valido *waiver* preventivo dell'*appraisal right* già a fine anni '90 con il noto caso *In Re: the Appraisal of Ford Holdings, Inc.* del 1997, muovendo dalla constatazione della natura contrattuale di questo tipo di strumenti finanziari. Al contrario, l'operatività *ex ante* di tali deroghe per i *common shareholders* non è stata esaminata dai tribunali del Delaware fino al 2015; anno che ha visto la trattazione del caso *Halpin v. Riverstone National*.

Ed allora, per comprendere l'evoluzione a cui si è assistito nel diritto giurisprudenziale statunitense in merito alla derogabilità dell'*appraisal right*, è opportuno partire dall'analisi del caso *In Re Ford*, per poi arrivare all'ultimo approdo giurisprudenziale in materia: la vicenda *Authentix Acquisition Co.*

12.3.1 *In Re: the Appraisal of Ford Holdings, Inc.*: il caso.

Oggetto della decisione della *Court of Chancery* nel 1997 è la fusione tra *Ford Holdings Inc.* e la *Ford Holdings Capital Corporation*, sua società controllata al 100%. Deliberata allo scopo di semplificare la struttura finanziaria e di governo di *Ford Holdings Inc.*, l'operazione prevedeva il conguaglio in denaro a favore dei titolari di due categorie di *preferred shares*. In particolare, perfezionatasi l'operazione di fusione, i *preferred shareholders*, avevano ricevuto una somma determinata sulla base delle formule indicate

⁶⁷ Vedi *infra* nello stesso Capitolo, §12.3.3

⁶⁸ Sul punto cfr. S. BABAR, *The enforceability of appraisal right waivers* (2019), in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*.

nei rispettivi *Certificate of Designations*⁶⁹. Tuttavia, soltanto per una categoria di tali partecipazioni privilegiate, il *Certificate of Designation* espressamente escludeva la tutela offerta, in caso di fusione, dall'*appraisal right*.

In considerazione, allora, del diverso contenuto dei *Certificate of Designations* sul punto, la Corte stabilì che: da un lato, una rinuncia all'*appraisal right* potesse dirsi ammissibile solo con riferimento a quelle *preferred shares* i cui *Certificate of Designations* avevano regolato in modo chiaro ed esplicito tutti i diritti spettanti ai soci nel caso di una fusione; e dall'altro che, in mancanza di una espressa rinuncia, si pervenisse alla determinazione giudiziale del valore delle altre *preferred shares*.

Quindi, con questa decisione è stata riconosciuta la possibilità per i privati di incidere sull'operatività di tale rimedio e ai *preferred shareholders* di rinunciarvi, a condizione però che - stando alla qualificazione, operata da parte della Corte, della *Section 262* del DGCL in materia di *appraisal right* alla stregua di un "*statutory right*" - la possibilità di attivare tale deroga sia esposta in modo sufficientemente chiaro⁷⁰.

Tutto ciò rilevato, la Corte non si era pronunciata in merito alla possibilità per i *common shareholders* di adottare soluzioni private volte a regolare l'esercizio dell'*appraisal right*; ed allora, prima di analizzare la vicenda *Authentix Acquisition Co*, per completezza, è necessario fare alcuni cenni in merito ad un altro noto caso giurisprudenziale: la vicenda *Halpin v. Riverstone National*.

12.3.2 *Halpin v. Riverstone National*: il caso.

Ricorrenti nel caso di specie erano soci di minoranza, parti di un accordo parasociale che conteneva una *drag-along provision* in forza della quale si riconosceva alla società, *Riverstone National*, a determinate condizioni, il potere di imporre ai suoi soci di

⁶⁹ Esso contiene una copia della delibera consiliare che stabilisce i poteri, le preferenze o i diritti di una classe o serie di una classe di partecipazioni di una società (tipicamente una serie di partecipazioni privilegiate) se tali indicazioni non sono già contenute nell'atto costitutivo della società.

⁷⁰ Cfr. S. QUINLIVAN, *Exercising drag-along rights after merger did not waive appraisal rights* (2015).

minoranza di votare a favore di un'operazione che avrebbe comportato la modifica dell'assetto di controllo societario, senz'altro specificare in merito a quale tipo di operazione si trattasse.

Quando la società concluse un accordo di fusione in base al quale doveva essere acquisita, il 91% dei soci di maggioranza della società (senza preventivo preavviso rivolto ai soci di minoranza) approvarono la transazione e, il giorno successivo, la fusione venne realizzata.

Il giudice ritenne che, nonostante l'esistenza della *drag-along provision*, ai soci di minoranza non potesse essere vietato di esercitare i loro *appraisal rights* relativamente a tale operazione essendo stati gli stessi informati della fusione solo dopo la sua consumazione⁷¹.

Sebbene la Corte, nel caso di specie, non si sia pronunciata espressamente circa la possibilità per i *common shareholders* di rinunciare ai loro diritti di *appraisal*, la stessa sembrò disposta ad ammettere la possibilità per la società, se questa avesse rispettato i termini dell'accordo, di costringere i soci di minoranza - senza fare alcun tipo di distinzione tra gli stessi rispetto alla posizione dagli stessi detenuta all'interno della compagine sociale - a votare a favore della fusione che, in forza della *drag-along provision*, avrebbe comportato la rinuncia ai loro *appraisal rights* fino all'esecuzione dell'operazione. Constatando, invece, che la società non avesse rispettato i termini espliciti dell'accordo, ai soci di minoranza non fu negata la capacità di attivare la protezione del *fair value* della propria partecipazione.

⁷¹ Cfr. R. TAYLOR, *The implication of Halpin v. Riverstone National for Drafting and Exercising Drag-along provisions* (2015).

12.3.3 *Manti Holdings, LLC v. Authentix Acquisition Co.*: il caso.

È solo qualche anno dopo, con il caso *Authentix Acquisition Co.*, che il Tribunale del Delaware si pronuncerà in modo chiaro sulla derogabilità dell'*appraisal rights*, anche nei confronti dei *common shareholders*.

Nel 2008, *Authentix Acquisition Co.*, una società del Delaware, aveva acquisito *Authentix Inc.* tramite una fusione per incorporazione. Si trattava di una “*roll-over transaction*”⁷², in forza della quale i soci della società incorporata *Authentix Inc.*, avrebbero acquisito una partecipazione di minoranza in *Authentix Acquisition Co.*, indirettamente detenuta tramite *Manti Holdings LLC* e che aveva come soci di maggioranza due fondi di *private equity*.

In sede di negoziazione dell'operazione, era anche stato concluso tra le parti un apposito patto parasociale (o meglio, un *drag-along shareholder agreement*), sulla base del quale si prevedeva che, a fronte di una “*company sale*” (definizione comprensiva sia delle operazioni di fusione sia del trasferimento congiunto delle partecipazioni), i soci di minoranza avrebbero dovuto, non solo acconsentire all'operazione a prescindere dalla forma che essa avrebbe assunto - purchè la stessa fosse approvata da almeno il 50% delle partecipazioni con diritto di voto; ma anche, a condizione che l'operazione fosse stata conforme al contenuto del contratto, astenersi dall'esercitare i loro *appraisal rights*.

Nel 2017, *Authentix Acquisition Co.* è stata oggetto di una *trade sale* attuata sotto forma di fusione con integrale conguaglio in denaro. Sulla base di una c.d. “*waterfall provision*”⁷³ i soci di minoranza, avendo ricevuto un valore residuo per le loro

⁷² La crescita delle operazioni di M&A in cui sono coinvolti i fondi di *private equity* porta con sé la tendenza di tali fondi a ricercare società con forti *team* di gestione e a incoraggiare i partecipanti al capitale di queste società, in particolare coloro che sono fondamentali per la crescita futura e il successo del business (c.d. *rollover participants*), a convertire una parte del loro patrimonio netto. Dopo l'acquisizione, coloro che sono coinvolti in tale conversione andranno a detenere o partecipazioni di minoranza nella società *target* oggetto dell'acquisizione o scambieranno la loro partecipazione al capitale della *target* con una partecipazione al capitale del veicolo di acquisizione.

⁷³ Quando si parla di *waterfall provisions* si fa riferimento alla modalità attraverso la quale, nei fondi di VC, vengono ripartiti i rendimenti connessi ad un determinato investimento tra il *general partner* e i *limited partners* e che, nella maggior parte dei casi, porta il GP a ricevere una quota sproporzionatamente maggiore

partecipazioni, hanno deciso di attivare la tutela dell'*appraisal right* ai fini della determinazione del *fair value* delle stesse⁷⁴.

La Corte ha giudicato infondati tutti gli argomenti sollevati dai soci di minoranza a sostegno dell'esercizio dell'*appraisal right*, ma non si è pronunciata nello specifico sulla rinunciabilità di tale forma di tutela. Da qui, i soci di minoranza hanno avanzato, tramite una "*motion for reargument*", la richiesta di fare oggetto di specifica decisione la questione della derogabilità dell'*appraisal right*; in particolare, chiedendo alla Corte di pronunciarsi sulla questione se la DGCL impedisce ai soci di negoziare una clausola nell'ambito di un accordo di fusione che li vincola ad accettare una futura vendita e a rinunciare alla tutela offerta dall'*appraisal right*.

Nonostante le argomentazioni addotte⁷⁵, la Corte ha riconosciuto la legittimità del patto parasociale, partendo innanzitutto dal chiarire l'effettiva portata della decisione assunta dalla stessa nel 1997 in merito alla vicenda *In Re Ford*. Come prima evidenziato, in quel

dei rendimenti rispetto al suo investimento iniziale nel capitale del fondo. Sul punto, definizione di A. GANTI, 2021, in Investopedia.

⁷⁴ I soci avevano fondato l'attivazione della tutela dell'*appraisal right* su una serie di argomentazioni. In primo luogo, essi affermarono che, pur essendosi certamente obbligati ad "astenersi" dall'esercitare quei diritti, non avevano perciò solo inteso "rinunciare" a essi e che comunque l'astensione prevista nel patto parasociale fosse destinata a valere solo fino al perfezionamento della "*company sale*" e non più successivamente. In secondo luogo, sostenevano che la *trade sale*, realizzata sotto forma di *cash-for-stock merger*, non fosse coerente con i termini dell'accordo tra le parti, avendo i soci di minoranza ottenuto dall'operazione rendimenti addirittura inferiori rispetto a quanto ottenuto dai fondi di *private equity*, soci di maggioranza, ed essendo, dunque, venuto meno il rispetto delle condizioni previste per l'operatività del patto parasociale. In aggiunta, i soci di minoranza ritenevano che il patto parasociale fosse stato utilizzato dalla società come strumento per introdurre una categoria di azioni priva di *appraisal rights*, ma che a tale risultato non si potesse pervenire tramite lo stesso quanto piuttosto, secondo quanto disposto dalla *Section 151(a)* della *Delaware General Corporate Law* sulle limitazioni dei diritti associati ad una determinata categoria di azioni, attraverso una previsione statutaria.

Rilevato tutto ciò, i soci asserirono che, essendo per tali ragioni il patto parasociale invalido, la società non potesse invocarlo allo scopo di paralizzare il procedimento di determinazione del valore attuale della partecipazione attivato dagli stessi.

⁷⁵ Gli attori sostennero la non derogabilità dell'*appraisal right* sulla base di un duplice ordini di argomenti. In primo luogo, a loro dire, la disposizione di cui alla *Section 262* della *Delaware General Corporate Law* avrebbe dovuto dirsi inderogabile, con conseguente irrinunciabilità dell'*appraisal right*. A sostegno di ciò essi invocarono il precedente giurisprudenziale *In Re Ford*, ed in particolare il passaggio della pronuncia della *Court of Chancery* secondo cui "le disposizioni obbligatorie non possono essere modificate dall'atto costitutivo". In secondo luogo, i soci di minoranza affermarono che la società non avrebbe potuto giustificare la deroga all'*appraisal right* sull'esistenza del patto parasociale concluso con gli azionisti, non trovando ciò alcun fondamento né nella legge né nell'atto costitutivo della società.

caso la Corte non escluse la derogabilità *dell'appraisal right*, ma rilevò come, essendo la *Section 262* del DGCL “*a statutory right*”, è ammessa la sua rinuncia a condizione che le modalità per esercitare la deroga siano espresse in modo sufficientemente chiaro.

La Corte ha poi messo in luce la carenza di chiarezza del diritto societario scritto sul punto. In particolare, le disposizioni legislative riconoscono ai soci soltanto la facoltà e non il dovere di esercitare i loro *appraisal rights*; e pertanto, le soluzioni frutto di scelte private che ne regolino la derogabilità, quali un patto parasociale, avrebbero la funzione di colmare tale lacuna legislativa.

Dall'analisi di questo caso è quindi emerso che, seppure l'*appraisal right* rientra tra i c.d. “*mandatory right*”, ciò deve intendersi nel senso che tali diritti devono essere previsti, ma non necessariamente esercitati e che, quindi, ogni intervento dei soci che incida sull'operatività degli stessi e che ne preveda la rinuncia - non solo da parte dei *preferred shareholders*, ma anche da parte dei *common shareholders* - sia del tutto legittimo. La Corte è andata ancora oltre, affermando addirittura che la possibilità di esercitare tali diritti non opera *ex se*, ma richiede il rispetto determinati requisiti procedurali che, se non soddisfatti, implicano una rinuncia implicita alla protezione offerta dall'*appraisal right*.

La *Delaware Supreme Court*, con una *Opinion* del 13 settembre 2021, superando la *dissenting opinion*⁷⁶ formatasi all'interno del collegio giudicante, ha confermato nella sua interezza il *decisum* della *Court of Chancery* sul caso *Authentix Acquisition Co.*⁷⁷,

⁷⁶ Nella *dissenting opinion* si rilevava come l'obbligo di astensione previsto nel patto parasociale fosse ambiguo e, quindi, non rappresentasse una chiara rinuncia da parte degli azionisti di minoranza ai loro *appraisal rights*. In tale prospettiva, la rinuncia a tali diritti degli azionisti sarebbe ammissibile eventualmente solo se espressamente prevista nello statuto societario.

Ancora, si metteva in luce che, essendo l'*appraisal right* un *mandatory right*, questo non potesse essere oggetto di rinuncia, trattandosi di un diritto statutario introdotto allo scopo di compensare gli azionisti per la perdita del potere di veto su talune operazioni, agendo quindi come deterrente nel caso in cui determinate operazioni societarie siano realizzate a un valore non corrispondente al c.d. *fair value*.

⁷⁷ In primo luogo, la Corte ha ritenuto che gli azionisti, prendendo parte al patto parasociale che prevedeva l'obbligo degli stessi di astenersi in presenza di una *company sale*, avessero rinunciato al loro *appraisal right*. Nel merito, il Tribunale ha anzitutto respinto l'argomentazione dei ricorrenti secondo cui l'obbligo di astensione non era applicabile in forza di una disposizione che imponeva la parità di trattamento di tutte le azioni nel caso di una vendita di titoli azionari, trattandosi nel caso di specie di un'operazione di fusione che in quanto tale non rientrerebbe nell'ambito di applicazione della disposizione richiamata. In aggiunta, la Corte ha confutato l'argomentazione con la quale gli azionisti avevano sostenuto che l'obbligo di astensione era destinato a valere solo fino al perfezionamento della *company sale* e non più

riconoscendo come pienamente valido ed *enforceable*, ai sensi della *Section 262* della DGCL, il patto parasociale in forza del quale i titolari di *common shares*⁷⁸ si obbligano a votare, in sede assembleare, in favore della *cash-for-stock merger* pianificata dall'organo amministrativo e, quindi, a rinunciare *ex ante* al diritto di ottenere l'*appraisal* della propria partecipazione⁷⁹.

È possibile allora constatare come questa recentissima giurisprudenza abbia rappresentato una svolta fondamentale in materia di derogabilità dell'*appraisal right* in presenza di un diritto scritto, quello statunitense, che presenta ancora elevati profili di incertezza.

successivamente. Ad opinione della stessa, l'obbligo di astensione sarebbe, al contrario, sopravvissuto al completamento dell'operazione di fusione in quanto gli *appraisal rights* degli azionisti sarebbero maturati solo dopo la chiusura della fusione. Rilevato tutto ciò, la Corte ha riconosciuto ad *Authentix* il diritto di far valere l'obbligo di astensione in qualità di parte al patto parasociale.

In secondo luogo, la Corte ha affermato che la DGCL non esclude la possibilità di prevedere *ex ante* un obbligo di astensione in relazione all'*appraisal right*. Sebbene i ricorrenti avessero sostenuto che tale rinuncia non fosse ammissibile ai sensi della *Section 151 (a)* del DGCL, il Tribunale ha evidenziato come l'accordo non avesse comportato una trasformazione delle partecipazioni dei soci di minoranza in una nuova classe di azioni, ma avesse invece fatto soltanto sorgere, in capo alle parti contraenti, taluni obblighi di fonte contrattuale che avrebbero inciso sull'esercizio di diritti inerenti alle azioni in questione. Per di più, la Corte ha rilevato come il dovere di astensione ponesse restrizioni agli azionisti in quanto tali e non ai titoli da loro detenuti.

I ricorrenti hanno poi sostenuto che la rinuncia *ex ante* fosse inammissibile in quanto gli stessi non erano stati messi nella condizione di conoscere i dettagli della transazione in anticipo, prima della sua realizzazione. La Corte ha respinto anche tale argomentazione non solo in quanto era prevedibile che *Authentix* avrebbe cercato di far rispettare l'obbligo di astensione una volta realizzata la fusione, ma soprattutto perché si trattava di azionisti rappresentati da legali al momento della negoziazione e, quindi, pienamente consapevoli della portata dell'obbligo al momento della sottoscrizione del patto. Analisi del caso e sugli ultimi risvolti disponibile su <https://www.potteranderson.com/delawarecase-Manti-Holdings-v-Authentix-Acquisition-Company.html>

⁷⁸ La Corte, superando l'impostazione dei ricorrenti che richiamavano il precedente caso *In Re Ford* in cui si ammetteva la loro derogabilità solo nel caso di *preferred shares*, ha affermato che un'azionista può rinunciare ai suoi *appraisal rights ex ante* in determinate circostanze, senza che si possa fare alcuna distinzione tra *preferred shares* e *common shares*, non essendo tale distinzione presente nemmeno nella *Section 262* della *Delaware General Corporation Law* che disciplina il diritto del socio, esterno al processo decisionale, di attivare la tutela offerta dall'*appraisal right* rivolgendosi alla *Court of Chancery*.

⁷⁹ Cfr. *Manti Holdings, LLC, et al. v. Authentix Acquisition Company, Inc.*, No. 354, 2020 (Del. Sept. 13, 2021) (Montgomery-Reeves, Justice).

13. Il diritto societario statunitense e la sua maggiore aderenza al rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore

Al fine di favorire la diffusione e il rafforzamento dell'investimento tramite VC, le scienze economiche hanno delineato uno specifico paradigma - ossia un modello di diritto societario flessibile che consenta alle parti sofisticate di incidere sul loro rapporto tramite atti di autonomia negoziale.

Oltre all'evoluzione a cui si è assistito in ambito giurisprudenziale mediante l'ammessa rinunciabilità dell'*appraisal right*, il diritto societario degli Stati Uniti - in particolare, quello del Delaware - si muove nella direzione del paradigma così delineato, prevedendo un elevato numero di norme, aventi carattere opzionale⁸⁰, che possono essere oggetto di interventi privati. Pertanto, procedendosi ad una classificazione del diritto societario dei vari ordinamenti giuridici secondo il criterio che consideri il suo carattere più o meno

⁸⁰ Se è fuori dubbio che una norma di legge che non possa essere modificata è obbligatoria, non è invece corretto considerare, sempre e comunque, come facoltative quelle norme che sono in grado di accrescere i poteri degli amministratori all'interno delle società a scapito dei diritti e delle protezioni degli azionisti. Anzi, una disposizione avente carattere facoltativo potrebbe consentire un più elevato livello di tutela per gli azionisti o ancora riguardare solo gli azionisti senza incidere anche sui diritti degli amministratori della società.

In generale, il carattere facoltativo o obbligatorio del diritto societario, all'interno di una determinata giurisdizione, influenza principalmente la ripartizione dei diritti di controllo. In un regime di diritto obbligatorio, l'attribuzione dei diritti di controllo non può essere modificata mediante interventi di natura privata, mentre, quando le norme sono facoltative, le stesse possono essere modificate contrattualmente. Oltre ai diritti di controllo, la natura del diritto societario ha anche un impatto su diverse questioni: la richiesta di un capitale minimo o un valore nominale minimo delle azioni, la definizione dei diritti di prelazione per gli azionisti o i limiti posti al diritto della società di procedere al riacquisto di azioni proprie. Nel diritto societario del Delaware tutti questi aspetti sono definiti o in base a quanto disposto nell'atto costitutivo oppure sono lasciati alla discrezionalità degli amministratori, con un minimo intervento della legge.

Al di là di queste considerazioni, il dibattito sulla natura obbligatoria o facoltativa del diritto societario ha a che fare con la facoltà degli azionisti di rinunciare alla tutela offerta dalle norme che disciplinano il comportamento e gli obblighi che gli amministratori devono rispettare all'interno delle società e addirittura di lasciare che siano gli stessi ad assumere determinate decisioni strategiche, senza esercitare alcun tipo di resistenza. In merito alla qualificazione di una norma come *mandatory* o *optional* cfr. R.M. BUXBAUM, *Facilitative and Mandatory Rules in the Corporation Law(s) of the United States* (2002), in *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 50; nonché E.N. VEASEY, *Should corporation law inform aspirations for good corporate governance practices-or vice versa?*(2001), in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 149, n.6.

flessibile, è possibile collocare la legge del Delaware ad un estremo rispetto alla maggior parte delle giurisdizioni europee⁸¹.

Si potrebbe sostenere che la preferenza per una visione contrattualistica del diritto societario sia una conseguenza delle particolarità storiche e politiche della scena statunitense; d'altra parte, però, sarebbe anche possibile rilevare come sia la stessa realtà economica a richiedere un approccio più flessibile e che, quindi, anche gli altri ordinamenti giuridici, alla luce del processo di globalizzazione, dovrebbero seguire questo approccio.

⁸¹ Sul punto v.P. MASOURUS, *Private Ordering and Corporate Governance: The Case of Venture Capital*.

CAPITOLO III

LA TRADE SALE IN ITALIA TRA DIRITTO SCRITTO E DIRITTO VIVENTE

14. La società finanziata

Il rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore all'interno delle società finanziate tramite VC statunitensi si basa su alcuni connotati ricorrenti che incidono sulla struttura finanziaria e di governo della società stessa. Guardando all'ordinamento italiano, è possibile constatare come la relazione negoziale tra le parti scaturente dall'investimento realizzato mediante i fondi di VC ⁸², si basa su una serie di soluzioni che trovano la loro

⁸²Nell'ordinamento italiano i fondi di VC, strumentali alla realizzazione dell'investimento, sono organizzati o come società di investimento o, in alternativa, come società di gestione di uno o più fondi di investimento. Seppure, quindi, i fondi di VC possano assumere la forma tanto di SICAV quanto di SICAF - entrambe soggette oltre che alla normale disciplina delle società per azioni anche a quella speciale relativa ai fondi di investimento aperti o chiusi - la soluzione preferita è quella consistente nella costituzione di una società di gestione di uno o più fondi di investimento.

Le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV), introdotte in Italia nel 1992, rientrano negli OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) insieme ai fondi comuni d'investimento. La peculiarità delle SICAV, che rappresenta anche la differenza rispetto ai fondi comuni, è che l'investitore diventa azionista della società e, quindi, acquisisce una serie di diritti patrimoniali (diritto agli utili e al rimborso del capitale a seguito della richiesta di riscatto) e amministrativi. Analogamente ai fondi comuni, il capitale di una SICAV non è fisso, ma varia in funzione delle nuove sottoscrizioni e delle richieste di rimborso. Le SICAV sono organismi di tipo "aperto": un investitore può sempre sottoscrivere nuove azioni e chiedere il rimborso delle stesse; da ciò si evince anche la differenza principale rispetto alle società per azioni: il capitale sociale non è fisso, ma è pari al patrimonio netto, che varia in funzione delle nuove sottoscrizioni e dei rimborsi. Le azioni rappresentative del capitale devono essere interamente liberate all'atto della loro emissione ed i conferimenti possono essere effettuati solo in denaro. Una SICAV può gestire direttamente il proprio patrimonio o delegarne la gestione ad una società di gestione del risparmio; può inoltre svolgere le attività connesse e strumentali stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, a condizione che venga garantito il corretto svolgimento dell'attività principale d'impresa. Definizione disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/societa--di-investimento-a-capitale-variabile.html>

Per quanto riguarda le Società di Investimento a capitale Fisso (SICAF) si tratta di una nuova forma di OICR, introdotta con il Dlgs. 44/2014 che può essere utilizzata anche come veicolo di investimento in capitale di rischio. Una SICAF è una società di investimento di tipo chiuso - organizzata nella forma di una società per azioni e soggetta alle medesime disposizioni applicabili ai fondi comuni di investimento chiusi - che può essere gestita da un consiglio di amministrazione o da una società di gestione esterna (come una SGR) e il cui oggetto sociale deve essere limitato all'investimento collettivo del capitale raccolto attraverso l'emissione di azioni o strumenti finanziari partecipativi.

fonte tanto a livello statutario quanto a livello parasociale e che tendono a replicare il modello precedentemente delineato⁸³, almeno nelle linee fondamentali. Così, la loro struttura finanziaria contempla le preferenze liquidatorie e il loro governo societario vede un coinvolgimento forte del *venture capitalist*.

Nonostante ciò, è possibile comunque rilevare alcune peculiarità, soprattutto nella struttura finanziaria piuttosto che in quella di governo delle società finanziate tramite VC italiane; peculiarità che discendono dalle diverse esigenze derivanti dalla variazione della disciplina positiva applicabile e a cui si accompagna l'indagine circa la capacità del nostro ordinamento societario di recepire le istanze suggerite dalla prassi di altri paesi⁸⁴.

Si richiede, pertanto, di verificare se l'attuale disciplina societaria - anche a seguito delle novità introdotte con il dlgs. 6/2003 che individua come obiettivo prioritario quello di favorire "la nascita, la crescita e la competitività delle imprese" - sia effettivamente in grado di sostenere le operazioni di investimento di VC in Italia, anche attraverso un

Al di là della distinzione tra le due tipologie di società di investimento (SICAV o SICAF), la scelta di una di tali soluzioni non incide in maniera rilevante sulla relazione negoziale tra *venture capitalist* e imprenditore al livello della società finanziata tramite VC, rimanendo la stessa tendenzialmente equivalente.

La struttura giuridica più comune utilizzata dai fondi di VC italiani è comunque il fondo comune di investimento chiuso gestito da una SGR italiana. La struttura è ben adattata al processo di selezione, gestione, monitoraggio e dismissione di investimenti nel settore del VC, stante ad esempio: la separazione tra il fondo e la società di gestione che consente al *team* di gestione di scegliere le opportunità di investimento in modo autonomo e rapido; la durata del fondo che consente agli investitori di ottenere il risultato connesso ai loro investimenti entro un certo periodo di tempo e di uscire dal mercato in momenti predefiniti e specifici, con ciò consentendosi alla società di gestione di disporre di una riserva di capitale che rimane relativamente stabile nel tempo.

I fondi di investimento costituiti dalle SGR sono assimilabili alle *limited partnership* di diritto statunitense, con dissociazione tra gestori e investitori terzi. Tuttavia, le SGR sono più strettamente regolamentate rispetto alle *limited partnership*, lasciandosi meno spazio all'autonomia contrattuale delle parti.

Sul tema cfr. S. SCIOLLA - G. SANDICCHI - M. GOLINELLI - S. CERVO - T.V. MARINO, *Private Equity in Italy: Market and Regulatory Overview*, in *Global Practical Law*, 2016.

⁸³ Ci si riferisce alla struttura finanziaria e di governo delle società finanziate tramite VC di diritto statunitense (cfr. *supra* nel Capitolo II, § 9).

⁸⁴ Al fine di procedere con tale verifica occorre rivolgere l'attenzione non solo al diritto scritto, ma anche al diritto vivente. Quanto al primo, è importante constatare come, dopo la riforma del diritto delle società di capitali, gli interpreti parlano di una progressiva restrizione del diritto societario "inderogabile". Guardando invece al diritto vivente, viene messa in dubbio la possibilità di parlare di un veicolo societario flessibile. Sul tema cfr. B. SZEGO, *Il venture capital*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, n. 7-9; C.A. NIGRO - L. ENRIQUES, *Venture Capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE* 1-2/2021.

possibile trapianto nel nostro ordinamento delle soluzioni affermatesi nella prassi statunitense⁸⁵.

L'indagine empirica conferma che il fenomeno delle imprese finanziate tramite VC è ancora piuttosto marginale in Italia e, soprattutto, che le poche imprese di questo tipo non riescono a replicare appieno la forma contrattuale in uso nella prassi internazionale regolante i rapporti tra i partecipanti all'operazione⁸⁶. Ed invero, numerose norme e principi generali incidono sulla possibilità del *venture capitalist* e dell'imprenditore di definire il loro rapporto negoziale in modo paragonabile a quanto accade nell'esperienza statunitense, imponendo alle parti di ricercare soluzioni funzionalmente equivalenti che, però, di fatto, si rivelano spesso subottimali.

14.1 La struttura finanziaria

Un primo ambito in cui emerge un profilo distintivo rispetto all'ordinamento statunitense - e che, necessariamente, influisce sulla configurazione della struttura finanziaria delle società finanziate tramite VC in Italia - è l'impossibilità di contemplare le c.d. partecipazioni sociali privilegiate convertibili⁸⁷; tipologia di strumenti finanziari di cui risulta essere titolare, nelle società finanziate statunitensi, il *venture capitalist*, a fronte delle partecipazioni ordinarie invece detenute dall'imprenditore.

⁸⁵ Cfr. B. SZEGO, *finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, n. 7-9; Sul tema nella manualistica cfr. A. ZANONI, *Venture Capital e diritto azionario: esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, CEDAM, 2010, pp. X-258.

⁸⁶ Cfr. P. AGSTNER - A. CAPIZZI - P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE* 1-2/2021.

⁸⁷Le partecipazioni privilegiate convertibili, in aggiunta ad una preferenza nel pagamento dei dividendi, riconoscono al *venture capitalist* la titolarità di un credito (c.d. preferenze liquidatorie partecipative o non partecipative), per importo generalmente pari al suo investimento originale, da corrispondersi in via preferenziale in una serie di "eventi di liquidità", tra cui particolare importanza assume il disinvestimento tramite *trade sale*. Cfr. Capitolo II, § 9.

Il principale ostacolo alla loro previsione si ricollega all'elemento caratterizzante tale categoria di strumenti finanziari: la convertibilità⁸⁸; diritto di conversione che risulta poco conforme con il nostro diritto societario e, in particolare, con la ricostruzione che in esso viene data alla partecipazione sociale⁸⁹.

Partendo dalla constatazione che tale categoria di strumenti finanziari, come precedentemente rilevato, riconosce al loro titolare sia un dividendo privilegiato sia un privilegio nella restituzione del capitale in sede di liquidazione della società, mentre nessuna particolare difficoltà di coordinamento con l'ordinamento italiano risulta emergere in merito alla possibilità di emettere partecipazioni privilegiate nella distribuzione degli utili e delle perdite - nei limiti in cui ciò sia compatibile con il divieto di patto leonino⁹⁰- profili di criticità, invece, sono connessi alla previsione di un privilegio in sede di liquidazione.

Ed invero, il fatto che tale privilegio sia predeterminato in un ammontare fisso è fonte di conflittualità nella situazione nella quale il *venture capitalist* non abbia ancora esercitato il proprio diritto di conversione; in tal caso, egli, pur avendo il diritto a conseguire un pagamento in via prioritaria rispetto agli altri soci, potrebbe soltanto ottenere un importo

⁸⁸ Il diritto di conversione comporta che il *venture capitalist* possa decidere o di non convertire le proprie partecipazioni privilegiate in partecipazioni ordinarie e catturare, tramite le preferenze liquidatorie, una frazione predeterminata della ricchezza che ci si attende dall'esecuzione dell'operazione di investimento, in via preferenziale rispetto all'imprenditore; oppure, alternativamente, concorrere con l'imprenditore, per effetto della conversione, nella distribuzione *pro rata* della ricchezza residuale ottenuta dall'affare.

⁸⁹ Seppure manchino espresse disposizioni normative che limitino la facoltà dei soci di incidere sulle caratteristiche della partecipazione societaria, ciò deve realizzarsi nei limiti di legge, non potendosi interferire con il diritto agli utili e alla quota di liquidazione che sono l'essenza di ogni partecipazione. L'art. 2348 co.2 c.c. a chiare lettere ammette la possibilità di creare, con lo statuto o con sue successive modificazioni, categorie di titoli dotati di diritti diversi, riconoscendo in tal modo, secondo un'opinione largamente condivisa, un'ampia autonomia statutaria in merito alla diversificazione degli strumenti di raccolta di capitale di rischio. La questione, però, si scontra con l'esigenza di verificare fino a che punto si spinga tale autonomia, in assenza di un'indicazione univoca circa i limiti all'emissione di tali categorie di strumenti finanziari e, soprattutto, di valutare la capacità del *venture capitalist*, nel nostro ordinamento, di apportare capitale di rischio mediante strumenti assimilabili alle partecipazioni sociali con privilegi convertibili. Sul tema cfr. C.A. NIGRO - L. ENRIQUES, *Venture Capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in AGE 1-2/2021 - ove si rileva come l'essenzialità del diritto alla quota di liquidazione si spiega con l'esigenza di garantire che la partecipazione sociale sia conformata in modo tale da consentire al socio di catturare, se non altro alla fine della vita dell'impresa, gli incrementi di valore scaturenti dal suo esercizio; nonché B.SZEGO, *finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma*.

⁹⁰ Le ipotesi di contrasto con il divieto di patto leonino sembrano essere circoscritte a quelle situazioni in cui il privilegio si traduca in un'esclusione assoluta dei titolari di partecipazioni ordinarie alla distribuzione degli utili, delle perdite o di entrambi.

pari al proprio conferimento, da ciò derivandone l'impossibilità di conseguire una frazione dell'attivo di liquidazione ulteriore. Pertanto, il limite alla possibilità del socio di ottenere tale eventuale *surplus* si scontra con un diritto fondamentale del socio - quale la pretesa a partecipare al residuo dell'impresa - arrivando a minare l'essenza stessa della partecipazione⁹¹.

Quanto considerato si ripercuote anche sulla configurazione delle preferenze liquidatorie⁹², oggetto sia di disposizioni parasociali che di disposizioni statutarie⁹³, e, in particolare, sulla possibilità di prevedere, nel nostro ordinamento, preferenze liquidatorie non partecipative⁹⁴. Tale restrizione è connessa alla constatazione che le preferenze

⁹¹Ciò spiega quindi il limitato ricorso, nell'ambito delle società finanziate tramite VC in Italia, a clausole di convertibilità. Sul punto v. P. AGSTNER - A. CAPIZZI - P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia* - ove viene condotta un'analisi empirica volta ad individuare le società finanziate tramite VC, cioè contenenti tutti gli elementi del *design* contrattuale tipico di tale forma di finanziamento. In particolare, oltre a considerare il *set* di clausole che idealmente una società finanziata tramite VC dovrebbe prevedere (ad esempio, le clausole di *drag-along*), si reputa necessario, per procedere ad un'identificazione più precisa, ricercare la presenza di altre clausole caratterizzanti; tra queste, attenzione particolare è rivolta alle clausole di convertibilità connesse agli strumenti finanziari partecipativi.

Sulla base dei dati raccolti, emerge però un uso quasi insignificante dei meccanismi della convertibilità, che non sempre appaiono in linea con le finalità che questi strumenti tradizionalmente perseguono nella prassi statunitense, ove la conversione ha lo scopo di garantire ai finanziatori la possibilità di beneficiare, con uno sconto, dell'incremento di valore della società in corrispondenza dell'accesso a nuovi finanziamenti.

⁹² Di nuovo, P. AGSTNER - A. CAPIZZI - P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia* - ove si evidenzia come le preferenze liquidatorie, nel modello paradigmatico statunitense di finanziamento delle *startup* innovative, appartengono al repertorio contrattuale *standard*. La loro funzione di tutela delle aspettative finanziarie facenti capo al *venture capitalist* in sede di *exit* viene unanimemente riconosciuta e valorizzata in dottrina e nella prassi applicativa.

Anche nell'industria italiana di VC si rinviene, sulla base delle analisi condotte su alcuni campioni societari sottoposti ad indagine, un apprezzabile ricorso a clausole di preferenze liquidatorie incorporate in quote di categoria o in diritti particolari dei soci. Dal punto di vista qualitativo-funzionale, esse sono congegnate in modo da permettere il conseguimento degli obiettivi tipicamente sottesi a tali pattuizioni. Per di più è possibile constatare come non vi siano significative deviazioni rispetto alle omologhe clausole operanti nel mercato VC statunitense, presentandosi le stesse con un elevato grado di standardizzazione facilitato dall'assenza di vincoli posti da norme imperative.

⁹³Il notariato di Milano (2013) ha chiarito che devono ritenersi legittime le clausole statutarie “*che prevedono la ripartizione non proporzionale del corrispettivo previsto*”, precisandosi però che “*ciò deve avvenire mediante la predeterminazione in statuto di altri criteri oggettivi*” e “*spersonalizzati*”; e che anche tali clausole “*... devono intendersi sottoposte, nelle loro possibili concrete configurazioni, ai requisiti di legittimità che l'ordinamento societario a vario titolo contempla, come ad esempio, ove nel caso concreto dovessero assumere rilevanza, il divieto del patto leonino o la necessità di una equa valorizzazione della partecipazione del socio obbligato a dismettere la propria partecipazione*”.

⁹⁴ Queste rappresentano un tratto tipizzante della struttura finanziaria delle società finanziate tramite VC statunitensi, riconoscendo al loro titolare esclusivamente una pretesa a ricevere un dividendo privilegiato e una quota di liquidazione privilegiata, lasciando invece al socio titolare di partecipazioni ordinarie l'eventuale *surplus*.

liquidatorie non partecipative postulano l'esistenza di un diritto di conversione, che, per le ragioni sopra esposte, non è confacente con il nostro diritto societario.

Da ciò ne deriva che le preferenze liquidatorie tipicamente attribuite al *venture capitalist* che investe in una società governata dal diritto italiano hanno di regola natura partecipativa⁹⁵ e non costringono, pertanto, il finanziatore a procedere ad una scelta tra il conseguimento del valore delle preferenze liquidatorie e il conseguimento di una data frazione della ricchezza complessivamente generata dalla relazione con l'imprenditore, potendo, invece, egli ottenere liquidità da entrambi i canali⁹⁶.

È comunque importante evidenziare, secondo un orientamento ormai radicato, l'esistenza di elemento di contrasto con l'attuale ordinamento societario nella misura in cui siano contemplate preferenze liquidatorie che eccedono una determinata misura massima. Diviene allora necessario prevedere un limite massimo all'ammontare delle preferenze liquidatorie che possono essere riconosciute al *venture capitalist* al precipuo fine di prevenire il rischio che il privilegio sia stabilito in misura talmente elevata da rendere ragionevolmente impossibile, già al momento della stipula dell'atto costitutivo, che l'imprenditore possa conseguire alcunché⁹⁷.

⁹⁵ La categoria degli strumenti finanziari partecipativi in Italia è stata introdotta con la riforma del diritto societario del 2003. Si tratta di strumenti finanziari simil-azionari, cioè tendenzialmente equivalenti alle azioni sul profilo dei diritti patrimoniali, tanto da essere equiparati alle azioni ordinarie quanto al diritto al dividendo e a distribuzione del residuo in sede di liquidazione, ma sottratte alla disciplina imperativa prevista per le azioni. Sul punto cfr. L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 2005, Vol. LVIII; v. anche A.ZANONI, *Venture Capital e diritto azionario: esperienza statunitense e prospettive in Italia* - ove si procede a una disamina completa sugli strumenti finanziari partecipativi.

⁹⁶ Ed invero, coerentemente alla funzione propria di tali strumenti di protezione dell'investimento, esse riconoscono, in primo luogo, in favore del *venture capitalist* un vantaggio liquidatorio tale da consentire il recupero (integrale o parziale) delle somme investite. A ciò segue la ripartizione dell'eccedenza di liquidità eventualmente disponibile ai restanti soci, con inclusione tra quest'ultimi, in caso di preferenza di tipo partecipativa, degli stessi soci investitori, talvolta subito dopo il primo riparto (*participating* «forte»), altre volte invece solo dopo aver rimborsato il capitale investito dai soci diversi dai finanziatori esterni (*participating* «debole»). Sul tema v. C.A. NIGRO, *Venture capital-backef firm, trade sales e tutela del socio imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*, 2018.

⁹⁷ Dal divieto di patto leonino discende il corollario per cui gli accordi tra i soci, in particolare per quanto attiene alla struttura finanziaria dell'impresa, devono essere sempre e comunque tali da non condurre alla situazione in cui *ab initio* un socio sia escluso in modo assoluto e costante dalla partecipazione agli utili. Cfr. C.A. NIGRO - L.ENRIQUES, *Venture Capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE* 1-2/2021.

14.2 La struttura di governo

L'operazione che prende le mosse dalla realizzazione di un investimento di VC fa sorgere problemi di governo societario del tutto peculiari rispetto a quelli che si presentano in presenza di qualsiasi finanziamento erogato tramite i canali più tradizionali.

Ed invero, mentre nel caso di finanziamenti realizzati nelle forme tradizionali, manca la volontà del finanziatore di ingerirsi nella gestione della società finanziata; il *venture capitalist*, invece, a fronte della nuova finanza apportata, sottoscrive titoli che sono rappresentativi di una partecipazione, di solito di minoranza, al rischio d'impresa. Proprio tale partecipazione al rischio d'impresa ha come contropartita l'aspettativa da parte dello stesso di essere investito di diritti che gli consentano di ingerirsi e partecipare attivamente alla gestione della società finanziata; aspettativa che arriva fino al punto di richiedere, prerogative eccedenti e più che proporzionali rispetto a quelle che dipenderebbero dalla sua qualità di socio⁹⁸.

Al di là di queste valutazioni, la realizzazione di un confronto tra la struttura di governo delle società finanziate tramite VC statunitensi e italiane, non sembra far emergere, rispetto a quanto accade a livello di struttura finanziaria, rilevanti differenze. In entrambe, il *venture capitalist* assume un ruolo attivo nella gestione delle società finanziate⁹⁹, ottenendo un coinvolgimento diretto nel monitoraggio sulla gestione che si realizza mediante la possibilità di esercitare un diritto di veto su talune decisioni sia del consiglio

⁹⁸ Dal canto suo, il socio di maggioranza è disponibile a riconoscere al *venture capitalist* tali diritti speciali di governo societario in quanto, da un lato, si tratta di una partecipazione sociale comunque limitata nel tempo (ed invero, come precedentemente rilevato, la partecipazione del *venture capitalist* ha una natura *exit-oriented*, già *ab initio* volta al suo disinvestimento decorso un certo arco temporale che è di solito di 10 anni); dall'altro, l'operazione consente di accedere a nuova finanza senza gravare sul conto economico della società finanziata, oltre al fatto di migliorare la reputazione della stessa sul mercato. Sul punto v. V.DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di PE e PMI*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 2008, n.1.

⁹⁹ Tale ingerenza del *venture capitalist* nella gestione della società finanziata tramite VC rende necessario l'instaurarsi di un dialogo continuativo tra lo stesso e l'imprenditore attraverso l'adozione di determinate politiche di divulgazione delle informazioni tra le parti. A tal fine, la società fornisce un'adeguata informativa al socio investitore mediante relazioni periodiche, a cui si aggiunge il diritto dello stesso di richiedere ulteriori informazioni su determinate operazioni. Tali informazioni hanno una generica finalità di monitoraggio e finalità specifiche consistenti nel verificare l'inadempimento degli impegni contrattuali stabiliti ed attivare taluni diritti di veto.

di amministrazione che dell'assemblea¹⁰⁰; di nominare uno o più componenti del consiglio di amministrazione o dell'organo di controllo (di solito soggetti legati al finanziatore da un rapporto di fiducia¹⁰¹); oltre alla possibilità di prendere parte al consiglio di amministrazione¹⁰² partecipando all'assunzione delle decisioni sulle più significative scelte imprenditoriali, nonché sulle operazioni straordinarie che tipicamente seguono l'ingresso del fondo di VC nella compagine sociale¹⁰³.

Quello che tutt'al più emerge è che se nelle società finanziate tramite VC statunitensi il coinvolgimento nella gestione avviene principalmente mediante l'assunzione del controllo sul consiglio di amministrazione, nell'ordinamento domestico ciò si sostanzia nella titolarità da parte del *venture capitalist* di una serie di diritti operanti essenzialmente sul piano dei rapporti tra i soci.

¹⁰⁰Il *venture capitalist* ha interesse ad essere investito di un diritto di veto su determinate operazioni e, in particolare, su quelle che hanno un risvolto sull'investimento effettuato e sulle aspettative di ritorno economico relativamente allo stesso. L'attribuzione di tali diritti può avere fonte statutaria o parasociale: nel primo caso, si tratta di pattuizioni con cui il socio di maggioranza si impegna a far sì che gli amministratori da lui nominati non pongano in essere, senza il preventivo consenso dell'investitore, operazioni rientranti in una tipologia predefinita; nel secondo caso, si tratta di clausole con cui sono definiti i *quorum* da raggiungere per le deliberazioni così individuate. Per garantire la massima efficacia a dette pattuizioni e clausole, è possibile prevedere che le materie così individuate non possano essere oggetto di delega e/o debbano essere sottoposte preventivamente all'autorizzazione dell'assemblea.

¹⁰¹ Sul tema v. V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di PE e PMI*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 2008, n.1- ove si rileva come tale partecipazione agli organi sociali avrà una finalità di monitoraggio e una funzione strumentale all'esercizio di taluni diritti di veto oltre a una generica finalità di compartecipazione alla gestione. Tale diritto dipende da diverse variabili: i) l'entità della partecipazione che di solito è minoritaria (tuttavia, in taluni casi vi sono delle pattuizioni in cui si prevede che ciascuno nomini un amministratore e il terzo consigliere è nominato di comune accordo, oppure, in caso di mancato raggiungimento dell'accordo, da un soggetto indipendente previamente individuato in un patto parasociale; ii) l'estensione dei poteri delegati e la frequenza delle adunanze del consiglio di amministrazione che possono essere oggetto di apposita regolamentazione sia a livello statutario che a livello parasociale (ad esempio, lo statuto può non autorizzare la concessione di deleghe in relazione a determinati argomenti o imporre agli organi delegati di sottoporre all'informazione preventiva del consiglio di amministrazione detti argomenti); iii) l'innalzamento dei *quorum* con cui sono approvate le decisioni di maggiore rilevanza.

¹⁰² Sul tema v. AIFI, *Private Equity e Corporate Governance delle imprese*, a cura della COMMISSIONE CORPORATE GOVERNANCE, 2005 - ove si evidenzia come il consiglio di amministrazione assuma un ruolo fondamentale nel governo dell'impresa finanziata tramite VC; influenza che raramente viene riscontrata nei casi in cui il socio imprenditore rappresenti l'unico socio. Esso diventa così l'ambito di confronto istituzionale per le decisioni-chiave dell'impresa e di monitoraggio per la realizzazione del piano di crescita inizialmente concordato e condiviso tra il socio investitore e il socio imprenditore.

¹⁰³ Cfr. F. NIEDDU ARRICA, *Partecipazioni di controllo, gestione «attiva» delle portfolio companies e attività di direzione e coordinamento*, in AGE 1-2/2021.

15. *Trade sale* e tutela del socio imprenditore

Nonostante le differenze riscontrabili in punto di definizione della struttura finanziaria e della struttura di governo delle società finanziate tramite VC nei diversi ordinamenti, immutato è il problema che si colloca alla base di tale forma di investimento. Ed invero, l'impegno assunto dal *venture capitalist* di restituire il capitale investito maggiorato di determinati rendimenti entro il periodo di tempo stabilito a livello di contratto di fondo - da cui deriva l'impossibilità di vincolare lo stesso ad un impegno che sia configurabile come indeterminato - eleva a momento centrale la fase del disinvestimento¹⁰⁴ strumentale alla liquidazione necessaria per il soddisfacimento degli investitori; disinvestimento a cui, nella forma più comune per la sua realizzazione (la *trade sale*), si è soliti procedere con una tra queste tre diverse modalità: i) la fusione; ii) la co-vendita da trascinarsi; iii) la cessione d'azienda.

Ad ogni modo, sebbene la *trade sale* possa in astratto rivestire le forme della fusione, del trasferimento congiunto delle partecipazioni sociali o della cessione d'azienda, l'autonomia negoziale delle parti è in sede di scelta fortemente compressa a causa di una serie di circostanze di fatto o vincoli regolatori che sono tali da dimostrare come la variabilità del diritto applicabile imponga di adattare il modello statunitense alle peculiarità dell'ordinamento italiano, da ciò derivandone necessariamente alcune incongruenze.

¹⁰⁴ Ciò dipende da una serie di fattori riconducibili alla circostanza che il *venture capitalist*, da un lato, opera avendo come finalità quella di conseguire un guadagno di capitale (il c.d. "*return on equity*"), intervenendo in situazioni nelle quali, trattandosi di imprese nella prima fase di sviluppo con alto tasso di innovatività, è esclusa l'eventualità della realizzazione e distribuzioni di utili; dall'altro, ha esigenze strutturali e di mercato di disporre, dopo un arco di tempo limitato, del capitale investito.

Sul tema v. C. ANGELICI, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag-along*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. VI-988, in particolare pp.181 e ss. - ove si rileva come la fase della liquidazione è essenziale in quanto consente di retrocedere il ricavato agli investitori e di creare il rapporto di fiducia necessario a incentivarli a investire nuovamente. A ciò si aggiunge l'importanza di tale fase al fine di segnalare al mercato i risultati raggiunti e determinare, in tal modo, la posizione del *venture capitalist* sul mercato.

Resta il fatto che, in sede di avvio dell'operazione, non è possibile definire *ex ante* le modalità e le tempistiche della liquidazione che dipendono sia dalla situazione generale in cui versa il mercato sia dall'andamento concreto dell'impresa (che condizionano la scelta tra il disinvestimento tramite IPO o *trade sale*).

Si tratta, quindi, di un contratto incompleto che richiede, anche al fine di prevenire comportamenti opportunistici delle parti, meccanismi e criteri di governo societario, volti all'attribuzione di poteri decisionali per la scelta della migliore soluzione da adottare.

15.1 La fusione

I vincoli derivanti dal sistema societario italiano incidono anzitutto sul disinvestimento realizzato nella forma di fusione.

Diversamente da quanto accade negli Stati Uniti, nel nostro ordinamento non è possibile eseguire una *trade sale* sotto forma di fusione con integrale conguaglio in denaro, trovando origine tale ostacolo dalla disciplina risultante dall'art. 2501-*ter* co.2 c.c.- ai sensi del quale, nel predisporre il progetto di fusione, non è consentito prevedere un conguaglio in denaro superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate a ciascun socio¹⁰⁵ - e dalla considerazione, invalsa dopo la riforma del diritto societario, secondo cui la fusione e, più nello specifico, il conguaglio in denaro, più che avere una funzione liquidatoria ricoprirebbero una funzione modificativa/evolutiva del rapporto societario¹⁰⁶.

In realtà, il principale limite alla possibilità di realizzare la *trade sale* sotto forma di fusione è rappresentato dalla previsione, a favore del socio esterno al processo decisionale, di un diritto di recesso; diritto di recesso che - sia nelle società organizzate

¹⁰⁵ Con l'entrata in vigore del dlgs. 6/2003, recante disposizioni per la riforma del diritto societario, ciò a cui si è assistito è una semplificazione della disciplina delle fusioni; processo di semplificazione volto a ridurre gli oneri che l'eccessiva lunghezza e complessità del procedimento avrebbero potuto comportare, anche nelle operazioni più semplici. In particolare, il legislatore ha recepito tale istanza di semplificazione soprattutto per quanto riguarda le fusioni che coinvolgono società non azionarie, con l'introduzione all'art 2505-*quater* c.c. di una serie di deroghe tra cui spicca, in conformità all'esigenza di imprimere al procedimento una minor rigidità, la disapplicazione della regola di cui all'art. 2501-*ter* comma 2, che fissa nel 10 % del valore nominale delle quote assegnate a ciascun socio la soglia massima del conguaglio in denaro assegnabile in sede di fusione.

È l'esigenza di salvaguardare il principio di continuità e continuazione dei rapporti di partecipazione originari nella società risultante dalla fusione - e, quindi, la considerazione dell'istituto della fusione quale vicenda estintiva della società come ente giuridico, ma soltanto modificativa e non estintiva della società come rapporto - che spesso viene posto come giustificazione della non estendibilità invece di tale deroga anche alle società con capitale azionario. Ed inverso, la non operatività della stessa, con il conseguente ostacolo che da questa ne deriva alla procedibilità del disinvestimento nella forma della fusione nel caso di società azionarie, seppure sarebbe forse giustificabile con l'esigenza di prevenire il rischio che l'operazione stessa, nel caso in cui siano coinvolte società capitalistiche di grandi dimensioni, incida negativamente sui rapporti societari preesistenti, si presenta come poco confacente con le esigenze connesse ad un investimento di VC. Sul tema cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni "semplificate" nella riforma del diritto societario*, in *Rivista del Notariato* (2003).

¹⁰⁶Sul punto cfr. C.A. NIGRO - L. ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE* 1-2/2021; nonché L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione* a cura di S. CACCHI PESSANI, Milano, Giappichelli, 2019, pp.555.

in forma di S.r.l. per espressa previsione dell'art 2473 c.c., sia nelle S.p.A. per effetto di un'interpretazione indiretta dell'art. 2437 c.c. - opera come disincentivo alla scelta del *venture capitalist* di procedere al disinvestimento secondo tale modalità, dando vita a profili di problematicità ancor più significativi rispetto a quelli derivanti, nell'ordinamento statunitense, dall'esercizio dell' *appraisal right* da parte dei soci dissenzianti rispetto ad una *trade sale* realizzata nella forma di *cash-for-stock merger*.

A livello di società per azioni, l'attuale disciplina, a seguito dell'intervento riformatore del 2003, risulta essere più dettagliata. In primo luogo, la nuova normativa amplia rispetto al passato le cause di recesso, riconducibili attualmente a tre categorie: cause inderogabili¹⁰⁷ che continuano ad essere affiancate dalla regola di garanzia (art. 2437 co.6) per cui "è nullo ogni patto volto ad escluderlo o renderne più gravoso l'esercizio"¹⁰⁸; cause derogabili dallo statuto¹⁰⁹ e cause di recesso che possono essere introdotte in forza di previsioni statutarie per il caso di società che non fanno ricorso al mercato del capitale

¹⁰⁷L'art. 2437 co.1 prevede sette cause inderogabili di recesso. Le prime tre (la modifica della clausola che identifica l'oggetto sociale, la trasformazione della società, il trasferimento della sede sociale all'estero) coincidono quasi totalmente, salvo qualche modifica formale, con quelle previste nella disciplina anteriore. A queste si sono aggiunte post-riforma altre quattro ipotesi di recesso (la revoca dello stato di liquidazione, l'eliminazione di una o più cause di recesso, la modifica dei criteri di determinazione del valore delle azioni, le modifiche dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione). Per un approfondimento sulle singole cause di recesso cfr. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. ABBADESSA - G.B. PORTALE, Vol. 4, UTET, 2007, pp.1250; ma anche M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Rivista delle Società*, 2005, n. 2-3.

Oltre alle cause inderogabili previste nel co.1, ne sono state previste altre; ci si riferisce ad un'ipotesi di recesso *ad nutum* ai sensi del co.3, nel caso in cui la società è contratta a tempo indeterminato e le azioni non sono quotate in un mercato regolamentato, e, ai sensi dell'art. 2437 *quinquies*, quella disposta in caso di delibera che comporti l'esclusione dalla quotazione su un mercato regolamentato (oltre alle ipotesi in materia di gruppi societari ai sensi degli artt. 2497 e 2497-*quater* c.c. e quella di cui all'art. 34 co.6 dlgs. 5/2003 su introduzione e rimozione delle clausole compromissorie).

¹⁰⁸Letteralmente la disposizione si riferisce alle sole cause di recesso inderogabili, anche se, a parere di molti, da essa non è possibile derivare sempre e comunque la validità delle clausole che rendono più gravoso l'esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi riconducibili alle cause derogabili o statutarie; in particolare, soprattutto per queste ultime, l'analisi circa il fatto se le cause di recesso introdotte dallo statuto aggravino la posizione del socio non può essere sottovalutata, ma si scontra comunque con l'incertezza circa i limiti posti all'autonomia statutaria.

¹⁰⁹ Le ipotesi di recesso previste per legge, ma sopprimibili dallo statuto, sono dettate dal secondo comma dell'art. 2437 c.c. Esse sono la proroga del termine della società e l'introduzione/soppressione di vincoli alla circolazione delle azioni.

di rischio (art. 2437 co.4 c.c.)¹¹⁰.

Tra le cause di recesso, conformemente all'impostazione originaria seguita dal codice del '42¹¹¹, continua a non figurare espressamente la fusione, fermo restando che, innovandosi rispetto al passato, si è venuta formando la convinzione secondo cui, nell'ambito delle S.p.A., la stessa possa qualificarsi indirettamente come ipotesi di recesso ogniqualvolta ad essa si ricolleghino modifiche statutarie implicite¹¹². Detto in altri termini, in tale tipo societario la fusione è in grado di attivare il recesso nella misura in cui l'operazione sia preceduta o susseguita da altri atti complementari che attivino il recesso (ad esempio, il trasferimento della sede sociale all'estero o una modifica essenziale dell'oggetto sociale).

Al contrario, per le società a responsabilità limitata, maggiormente incise dalla modifica, l'art. 2473 c.c. riconosce ai soci la possibilità di esercitare il diritto di recesso in una serie di ipotesi¹¹³ tra le quali, a differenza di quanto accade per le S.p.A.¹¹⁴, rientra

¹¹⁰ Sul tema delle cause di recesso statutarie v. C.A.NIGRO- D.MALTESE; nonché L.SEMINARA, *Recesso e diritto al disinvestimento nella fusione e nella scissione di società per azioni*, in *Rivista delle Società*, 2017, n. 5-6 - ove si rileva come il riconoscimento positivo della prevedibilità in via statutaria, seppur nelle sole S.p.A. che non facciano ricorso al mercato del capitale di rischio, di cause di recesso diverse e ulteriori rispetto a quelle legali, segna il potenziamento di tale strumento di disinvestimento per la tutela di interessi (privati) diversi dalla mera protezione della posizione del socio minoritario rispetto alle decisioni assunte dalla maggioranza; interessi tra cui spicca *in primis*, quello all'*exit* in presenza di eventi oggettivi che incidono sulla gestione dell'impresa.

¹¹¹ Ed invero, è opportuno rammentare come in vigenza del codice del '42 - a differenza di quanto precedentemente disposto nel Codice di commercio del 1882 - le operazioni di fusione non integrassero in nessun caso una causa di recesso (o di altro diritto al disinvestimento) a favore dei soci, di società capitalistiche o di persone, che non avessero concorso all'assunzione di determinate deliberazioni.

¹¹² L'inclusione espressa o meno della fusione tra le cause di recesso, dipende dalla rilevanza che si attribuisce a questo tipo di operazione nei diversi tipi societari; mentre per la S.r.l qualsiasi operazione di fusione è idonea a fondare il recesso del socio, nella S.p.A. le stesse assumono rilevanza soltanto se producono un effetto ulteriore che, di volta in volta, si identifica con un'altra fattispecie rilevante ai fini del recesso. Cfr. F.ANNUNZIATA, *sub art. 2473 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI - L.A.BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI, EGEA, 2008, pp. XLIV-1190.

¹¹³ In particolare, le fattispecie di recesso possono distinguersi in fattispecie legali e fattispecie statutarie.

¹¹⁴ Sul tema v. L. SEMINARA - ove si rileva come può reputarsi che le limitazioni al diritto di recesso nella S.p.A. rispetto a quelle previste per la S.r.l scaturiscano non solo dalle caratteristiche della partecipazione sociale, bensì anche dal più intenso rilievo attribuito dalla disciplina azionaria a istanze ulteriori e concorrenti con quelle facenti capo ai soci e, soprattutto, ai soci minoritari; istanze che trovano origine e fondamento negli interessi generali connessi all'attività d'impresa che si caratterizza, a differenza per quanto accade nel caso di una S.r.l., per il ricorso al mercato di capitale di rischio. In tal senso, la valutazione circa la meritevolezza dell'interesse all'*exit* del socio di S.p.A. e, pertanto, il riconoscimento di un diritto al disinvestimento in circostanze in cui si dia una modifica delle condizioni

espressamente la situazione in cui gli stessi abbiano espresso il loro dissenso alle deliberazioni concernenti un'operazione di fusione¹¹⁵. Lo stesso articolo, in conformità all'impianto riformatore, riconosce ampi spazi in favore dell'autonomia statutaria, stabilendo che spetta allo statuto determinare quando il socio può recedere dalla società e le relative modalità; spazi che risultano ancora più marcati rispetto alla possibilità, ammessa in via generale dalla disciplina del recesso nelle S.p.A., di introdurre per via statutaria cause di recesso "ulteriori" rispetto a quelle legali.

Ad ogni modo, al di là della diversa formulazione dell'art. 2473 c.c. rispetto all'art. 2437 c.c., emerge un elemento di comunanza dato dalla circostanza che, anche nella S.r.l., il legislatore individua alcune cause di recesso a cui lo statuto non può derogare (ossia cause di recesso "inderogabili")¹¹⁶ e lo fa attraverso la formula di cui sempre al co.1 ("in ogni caso"), espressione della regola di intangibilità a favore dei soci della S.r.l. che è interpretata dai più come tendenzialmente speculare alla regola di garanzia fissata in materia per le S.p.A.

Ed allora, confrontando la disciplina dei due modelli legali in materia di recesso è possibile constatare come, al di là dei profili di incertezza derivanti dall'ambiguità del linguaggio a cui il legislatore ha fatto ricorso e dalla variabilità delle cause legittimanti il suo esercizio che sancisce il superamento del principio di tassatività delle cause di recesso¹¹⁷ - elementi che non consentono entrambi di definire con chiarezza ciò che è

dell'originaria partecipazione sociale, appare dipendere dal bilanciamento dell'interesse al disinvestimento del socio con gli interessi che fanno capo all'impresa.

¹¹⁵ La previsione, tra le cause di recesso nella S.r.l., anche delle deliberazioni concernenti le operazioni di fusione si spiega poi, secondo taluni, per il maggior rilievo ricoperto dalle persone dei soci in questo tipo societario, implicando la fusione una mutazione della compagine sociale. Detto in altri termini, nella S.r.l. il recesso in ipotesi di fusione si giustificerebbe per l'incidenza che l'operazione ha sulla compagine sociale e sul presunto interesse dei soci di scegliersi l'un l'altro. Sul punto cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, CEDAM, 2006, pp. II -232.

¹¹⁶ Tra le cause inderogabili contenute all'art. 2473 c.c. si annoverano: il cambiamento dell'oggetto sociale; il cambiamento del tipo societario; la fusione e scissione; la revoca dello stato di liquidazione; il trasferimento della sede sociale all'estero; l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dall'atto costitutivo; realizzazione di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo; il compimento di operazioni che comportano una rilevante modificazione dei diritti attribuiti ai soci a norma dell'art. 2468 co.4; il diritto di recesso previsto nel caso di società a tempo indeterminato.

¹¹⁷ La differenza nella definizione delle clausole di recesso tra S.p.A. ed S.r.l. evidenzia come anche i silenzi

permesso e ciò che non è permesso all'autonomia statutaria¹¹⁸ - , emerge un'idea di fondo comune: la volontà, cioè, di rafforzare la scelta di disinvestimento del socio in presenza di decisioni della maggioranza che incidano in modo significativo sulle condizioni di rischio della società¹¹⁹; esigenza che, però, stante la rigidità derivante dall'interpretazione maggioritaria che si tende ad attribuire alla regola di garanzia e alla regola di intangibilità, rischia di riconoscere all'imprenditore una tutela generalizzata anche in presenza di *trade sale* che non siano il frutto di un comportamento opportunistico dell'investitore.

Da qui la necessità, al fine di soddisfare l'interesse del *venture capitalist* di disinvestire procedendo ad una *trade sale*, di ricorrere a soluzioni alternative; o mediante l'introduzione di una clausola c.d. di trascinarsi per cercare di ricreare i presupposti

hanno un effetto denotativo e distintivo nella riforma del diritto societario del 2003. Ed invero, oltre all'ipotesi di fusione già affrontata, è possibile procedere in senso contrario e cioè individuare cause di recesso per la S.p.A. che non sono riprodotte all'interno dell'art 2473 c.c. (ad esempio la mancata ipotesi di recesso per il socio di S.r.l. che non concorre a una modificazione dei diritti di voto).

Anche se in modo non del tutto esaustivo, la variabilità della disciplina, contenuta per la S.p.A. e per la S.r.l. rispettivamente agli artt. 2437 e 2473 c.c., potrebbe spiegarsi, d'accordo con una parte della dottrina, con la considerazione del recesso alla stregua di un formante del tipo societario (cfr. A. BARTALENA - L. DELLA TOMMASINA, *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, in *Impresa, società, crisi d'impresa*, a cura di C.COSTA - A.MIRONE- R.PENNISI - P.M.SANFILIPPO - R. VIGO, Vol II, Giappichelli, 2021, pp.1744.

Di diverso avviso è L. SEMINARA, *Recesso e diritto al disinvestimento nella fusione e nella scissione di società per azioni*, in *Rivista delle Società*, 2017, n. 5-6 che rileva come l'attribuzione legislativa, o meno, del diritto al disinvestimento sembra rispondere alla valorizzazione di obiettivi e istanze diverse che si presentano di volta in volta e come, pertanto, non sia esatto ritenere che il diverso rilievo di alcuni eventi ai fini della configurazione di un diritto al disinvestimento rappresenti, di per sé, un diverso modo di atteggiarsi dell'investimento nei vari modelli legali.

In ogni caso, l'inclusione di un'operazione nel novero delle fattispecie legittimanti il recesso segnala al mercato che il tipo societario non garantisce una piena libertà di azione della maggioranza. All'opposto, l'espunzione di una causa di recesso o la sua derogabilità ad opera dell'atto costitutivo segnalano che il tipo societario incentiva il ricorso a soluzioni di autonomia privata.

¹¹⁸ Ad esempio, in talune ipotesi è lo stesso legislatore che preclude espressamente una diversa volontà delle parti (come nel caso delle ipotesi di recesso legale di cui al 1 co. dell'art. 2473: ipotesi che tale articolo dichiara appunto insopprimibili da parte dell'atto costitutivo), sembrando così avvalorare l'opposta idea che, ove manchi tale espressa interdizione, la norma debba considerarsi meramente dispositiva e dunque derogabile. La questione che rimane aperta è quindi se debba considerarsi imperativa la norma perché non fa espressamente salva una diversa disposizione statutaria, come avviene in tutta una serie di casi, oppure se questa debba considerarsi dispositiva perché non preclude espressamente tale diversa disposizione statutaria.

¹¹⁹ Seppure tale finalità fosse perseguita già in precedenza dalle regole delineate in materia nel 1942, la riforma delle società ha sì riconosciuto alla maggioranza la possibilità di imporre alla minoranza talune decisioni (i.e la possibilità di revoca della liquidazione), ma ha anche compensato tale potere maggioritario rafforzando appunto le ipotesi in cui il socio dissenziente possa esercitare il recesso; rafforzamento che si è realizzato mediante la possibilità di introdurre ulteriori cause di recesso per via statutaria rispetto a quelle previste dalla legge, fermo restando che un ampliamento eccessivo priverebbe di effettività lo stesso principio di maggioranza.

finalizzati a replicare l'effetto di una fusione con integrale conguaglio in denaro sul meno regolamentato piano del trasferimento delle partecipazioni sociali; ovvero pervenendo al medesimo risultato tramite il trasferimento dell'azienda, eventualmente nel contesto di una procedura di liquidazione dell'impresa comune o comunque in vista di essa¹²⁰.

15.2 La co-vendita da trascinamento

Per ovviare alle limitazioni scaturenti dal diritto vivente, è divenuta prassi diffusa quella di inserire, ai fini di una cessione della partecipazione societaria, clausole di trascinamento¹²¹ che attribuiscono ad un socio (il socio trascicante), in presenza di un'offerta di acquisto di un terzo potenziale acquirente, il diritto di negoziare la vendita e trasferire, oltre alla propria partecipazione, anche quella di almeno un altro socio (il socio trascinato)¹²². In tal modo si riconosce al terzo acquirente la possibilità di acquistare "in blocco" l'intero capitale della società bersaglio, mentre il socio trascinato sarà conseguentemente obbligato, salvo il caso in cui egli sia titolare di un diritto di

¹²⁰Cfr. C.A. NIGRO, *Venture capital backed-firm, trade sales e tutela del socio imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*.

¹²¹ Si tratta delle clausole più propriamente conosciute come clausole di *drag-along*. La denominazione è evocativa dell'origine non autoctona di tale istituto, che rinvia le sue radici nell'ordinamento di *common law*. Si è quindi in presenza dei c.d. "contratti alieni", con ciò intendendosi quei contratti e quelle clausole contrattuali inserite dalle parti per definire la loro relazione negoziale ed utilizzate dalle stesse sulla base di un modello estraneo all'ordinamento italiano; da qui la necessità di valutare le conseguenze di un'acritica importazione che avvenga senza alcun adattamento ai principi ritenuti inderogabili dall'ordinamento domestico. Sul tema v. C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Le società*, 2008, n.11.

¹²² Sul punto v. N. DE LUCA - M. FERRANTE, *Clausole di accodamento e di trascinamento*, in *Le società per azioni: Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA - G.B. PORTALE, Vol. I, Giuffrè, 2016, pp. XXVIII- 4458; nonché C. GIAMPAOLINO, *clausole di co-vendita ed equa valorizzazione*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 2009, n.4; C.D'ALESSANDRO, *Patti di co-vendita (Tag along e Drag along)*, in *Rivista diritto civile*, 2010, n.4.

prelazione¹²³, a cedere la sua partecipazione al terzo acquirente¹²⁴; cessione che dovrà avvenire alle stesse condizioni, *in primis* di prezzo, disposte tra le parti coinvolte direttamente nella negoziazione (il socio trascinante e il terzo) e a cui seguirà la ripartizione *pro rata* dei proventi eventualmente derivanti dall'operazione di vendita.

Tali clausole sono solitamente inserite all'interno degli statuti o di patti parasociali¹²⁵ di società composte da soci con caratteristiche disomogenee (in cui cioè figurano sia soci

¹²³È frequente, infatti che al diritto di trascinamento sia abbinato un diritto di prelazione, esercitabile in via alternativa, in presenza del quale il socio trascinato sarà messo nella scelta di decidere se vendere insieme al socio di maggioranza ovvero acquistare la quota di quest'ultimo. Il diritto di prelazione rappresenta dunque una contropartita a favore del socio trascinato, oggetto di negoziazione tra le parti, che da origine ad un regolamento contrattuale da considerarsi nella sua interezza. Sul punto v. A. STABILINI - M. TRAPANI, *Clausole di drag-along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *riv. Dir. Comm.*, 2010, n. 4.

Rimane comunque il fatto che, nel caso in cui non sia previsto in alternativa tale diritto di prelazione o comunque lo stesso non sia esercitato, il socio trascinato si troverà in una posizione di mera soggezione - almeno nel caso in cui si possa parlare di una clausola di trascinamento c.d. "forte" - e non potrà opporsi al trasferimento della propria partecipazione, essendo le sue azioni a quel punto direttamente coinvolte nella negoziazione tra socio trascinante e terzo potenziale acquirente e, quindi, oggetto della proposta di acquisto avanzata.

In particolare, seppure non sia possibile, data la sua variabilità, ricondurre la clausola in esame ad uno specifico *standard* di riferimento, è possibile individuarne due varianti fondamentali: una "forte" e una "debole". Si tratta di una distinzione in base alla quale la posizione in cui versa il socio trascinato è qualificabile o come obbligazione (a cui corrisponderebbe la qualificazione del diritto di trascinamento come diritto di credito al trasferimento) o come soggezione (a cui corrisponderebbe la qualificazione del diritto di trascinamento come diritto potestativo immediatamente perfezionativo del trasferimento della partecipazione). Nella versione c.d. forte il *venture capitalist* ha il diritto di alienare anche la partecipazione dell'imprenditore ai medesimi termini, innanzitutto di prezzo, a cui aliena la propria. Al contrario, nella versione c.d. debole, la clausola di trascinamento, pur perseguendo il medesimo obiettivo di provocare il congiunto trasferimento delle partecipazioni, non consente di pervenire a tale risultato senza la cooperazione dell'altro socio, non considerandosi il socio trascinante come il titolare di un'autorità privata. È comunque opportuno precisare che a tali differenze osservabili sul piano meccanico-strutturale non corrisponde, tuttavia, alcuna alterazione alla logica economica sottesa all'operazione: gli effetti e le problematiche connesse a tali clausole rimangono infatti invariate in entrambe le configurazioni. Sul tema cfr. C.A.NIGRO, *Venture capital backed-firm, trade sales e tutela del socio imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*; M.L.VITALI, *Le azioni riscattabili*, Giuffrè, 2013, pp.XII-342; nonché C. DI BITONTO, "*Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*".

¹²⁴ Sul tema v. C. DI BITONTO, "*Clausola statutaria di c.d. drag along chi era costei?*" - in cui si rileva come la clausola in esame può essere classificata come un limite al trasferimento delle azioni di cui all'art. 2355 *bis* c.c., incidendo sulla libertà del socio vincolato di disporre delle proprie azioni e, in particolare, come una vera e propria clausola di vendita forzata.

¹²⁵ L'inserimento della clausola nello statuto o in un patto parasociale comporta conseguenze diverse a livello di effetti che la stessa produce. Ed invero, mentre l'inserimento nello statuto comporta la sua opponibilità non solo alle parti direttamente interessate, ma anche ai loro aventi causa (cioè efficacia reale), la collocazione parasociale, non avendo efficacia reale, richiede ai fini dell'estendibilità dei suoi effetti l'adesione al patto dei successivi titolari della partecipazione. Questa differenza spiega perché, di solito, tali clausole sono preferibilmente inserite negli statuti, accompagnandosi comunque a ciò il dibattito aperto circa l'incompatibilità o meno del suo contenuto con la sede statutaria su cui si è espresso il Trib. Milano 2008 (v. *infra* in questo Capitolo, § 16.3). Per un orientamento circa la compatibilità v. analisi svolta da N.

che ricoprono l'incarico di finanziatori sia quelli che rivestono il ruolo di imprenditori)¹²⁶ e rappresentano una modalità mediante la quale l'imprenditore ha la possibilità di raccogliere da soggetti terzi il capitale necessario per finanziare la sua attività.

Proprio tale ultimo aspetto spiega la frequente inclusione di una clausola di tal tipo nello statuto di società di nuova costituzione in cui uno dei soci ha la capacità imprenditoriale e l'altro solo finanziaria (il *venture capitalist*) e, pertanto, la particolare rilevanza che la

DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento ("Drag-along)*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 2009, n. 2.

In materia di collocazione statutaria o parasociale della clausola, una particolare posizione è occupata da C. ANGELICI, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag-along*- il quale riconosce alla clausola una duplice configurazione sia di regola statutaria che di patto parasociale. Dal primo punto di vista, la stessa sarebbe calata nell'organizzazione societaria e gli si riconoscerebbe efficacia reale; nella seconda prospettiva, la clausola sarebbe riconducibile al rapporto interindividuale tra soci, a ciò legandosi la sua efficacia obbligatoria. Da ciò, secondo l'autore, discenderebbe una distinzione a livello di tutela attivabile in caso di trasferimento della partecipazione in violazione a quanto disposto nella clausola: nel primo caso, l'efficacia reale della clausola è circoscritta alla dimensione sociale che sarebbe tutelata mediante l'impedimento del trasferimento; nel secondo caso, collocandosi la clausola all'estremo dell'organizzazione societaria, la tutela del socio trascinato non potrebbe trovare tutela in termini reali e, quindi, se lo stesso fosse leso dal trasferimento, non vanterebbe un diritto di rivendica sulla partecipazione trasferita a terzi.

Per una diversa impostazione v. A. STABILINI- M. TRAPANI che riconducono la clausola di *drag-along* nelle c.d. "*property rules*" (a cui si riconosce efficacia reale) a prescindere dal fatto se la clausola sia inserita nello statuto o in un patto parasociale. In entrambi i casi, nell'ipotesi di inadempimento, sarebbe allora previsto il rimedio dell'esecuzione in forma specifica, disponendo, quindi, il socio di maggioranza e/o il terzo acquirente di rimedi per perfezionare il trasferimento della partecipazione. Da tale punto di vista, la questione circa l'inserimento delle clausole nello statuto o nel patto parasociale sembra piuttosto riflettersi sul piano dei diritti sociali e sulla rapidità di soddisfazione dell'interesse del socio di maggioranza a che il socio trascinato trasferisca la sua partecipazione al terzo. Ne conseguirebbe che, nel caso in cui la clausola fosse inserita nello statuto, il consiglio di amministrazione (che si ritiene espressione del socio di maggioranza trascinate) potrebbe reagire all'inadempimento del socio trascinato impedendogli di esercitare i diritti sociali connessi alla partecipazione da cedere al terzo; la clausola statutaria, quindi, pur non risolvendo del tutto la questione dell'inadempimento del socio di minoranza, indebolisce la sua capacità di ostacolare l'operazione. Al contrario, l'inserimento nel patto parasociale non consente l'intervento mediativo del consiglio di amministrazione, non avendo lo stesso poteri diretti per dare attuazione a quanto previsto nel patto parasociale. Questa riflessione condurrebbe a preferire la collocazione della clausola nello statuto soprattutto in operazioni, come quelle di VC, in cui ciò favorirebbe, in tempi rapidi e in modo efficiente, la dismissione della partecipazione del socio trascinate, diminuendo il rischio di comportamenti ostruzionistici del socio trascinato al momento della liquidazione.

¹²⁶ In particolare, proprio partendo dalla considerazione che tali clausole sono inserite in contratti che coinvolgono soci imprenditori e finanziatori, è condivisa l'opinione secondo cui l'interesse perseguito con tale clausola sia duplice: per il socio titolare del diritto di trascinamento la funzione assunta dalla clausola è quella di agevolare lo smobilizzo dell'investimento; per il terzo acquirente la clausola serve a prevenire l'ingresso in una società nella quale vi siano soci che possano ostacolare la realizzazione del programma gestionale che egli, in qualità di socio entrante, intende perseguire.

stessa assume nelle operazioni di VC¹²⁷. Ed invero, è possibile in questo modo riconoscere al *venture capitalist* uno strumento che gli consente, in un primo momento, di realizzare un'operazione di investimento e, successivamente, di decidere in quale momento procedere, senza particolari difficoltà, alla liquidazione della sua partecipazione, trascinando nella dismissione anche la partecipazione dell'imprenditore¹²⁸; tutto ciò in conformità alla logica del finanziamento tramite VC che mal si concilia con un legame a tempo indeterminato del finanziatore con la società in cui ha deciso di investire¹²⁹.

Quindi, calando più nello specifico la clausola nell'industria di VC, risulta opportuno rilevare come la stessa dovrebbe essere il frutto di una scelta di autonomia privata¹³⁰ tale da condurre alla realizzazione del disinvestimento nella forma della co-vendita da trascinarsi; co-vendita che è più propriamente definibile come l'operazione in virtù della quale, su iniziativa del *venture capitalist* (in qualità di socio trascicante), si perviene al trasferimento, a un terzo indipendente, delle partecipazioni dello stesso e

¹²⁷ Ed invero, le clausole di trascinarsi rientrano in un'ampia gamma di clausole che hanno ad oggetto la disciplina dell'uscita dall'investimento da società chiuse e che sono estremamente diffuse nella pratica, specialmente nell'ambito di *venture capital* e *joint venture*.

Si tratta di clausole che possono essere intese come strumenti tesi a rimediare a rischi di opportunismo *ex post* di una delle parti; rischio che dipende dall'incompletezza del contratto sociale.

Si sottolinea comunque come, oltre ad una prospettiva *ex post*, si debba guardare anche ad una prospettiva *ex ante* che consenta di delineare in modo corretto la posizione delle parti in questo contesto. Ed invero, un'analisi che sia rivolta esclusivamente *ex post* (cioè al momento in cui la clausola viene azionata) darebbe una rappresentazione fuorviante dei rapporti di forza tra le parti, facendo apparire il socio trascinato sempre e comunque come una "vittima". Sul tema cfr. N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinarsi* ("*Drag-along*"), in *Banca Borsa titoli di credito*, 2009, n.2.; nonché ancora A. STABILINI - M. TRAPANI, *Clausole di drag-along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, n.4.

¹²⁸ E questo anche nel caso in cui il momento scelto dal *venture capitalist* non sia ritenuto conveniente per l'imprenditore (Cfr. C.ANGELICI, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag-along*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger*).

¹²⁹ Sul punto v. C.GIAMPAOLINO, *Clausole di co-vendita ed equa valorizzazione*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 2009, n. 4.

¹³⁰ Si intende far riferimento al fatto che la co-vendita da trascinarsi non sia funzione dell'esercizio di un potere a differenza di quello che accade nel caso di una *cash-for-stock merger* dell'esperienza statunitense che rinviene la sua fonte in una previsione contrattuale "preconfezionata" dal legislatore e, perciò, parte del contratto sociale in via di *default* (C.A.NIGRO, *venture capital-backed firm, trade sales e tutela del socio imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*).

Sul punto si pronunciano anche A. STABILINI - M.TRAPANI, *Clausole di drag-along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse* - ove si rileva che l'inserimento della clausola è un elemento negoziale al quale le parti daranno un valore e per il quale il socio trascinato riceverà un prezzo in termini monetari o in termini di diritti o tutele corrispettive.

dell'imprenditore (quale socio trascinato); in tal modo assicurandosi al *venture capitalist* la possibilità di disinvestire accettando un'offerta vantaggiosa senza essere limitato nel raggiungimento di tale obiettivo da possibili comportamenti opportunistici del socio soggetto a trascinamento¹³¹.

15.2.1 Il principio di equa valorizzazione e la vicenda Tecno S.p.A.

Nonostante le considerazioni svolte sin'ora, non si può ignorare come la realtà dei fatti sia diversa; ed invero, seppure si tratti di un'operazione derivante da una clausola atipica e, quindi, non soggetta ad una disciplina legale, la riconducibilità della stessa tra quelle che conducono ad un disinvestimento "forzato" porterebbe con sé - secondo l'interpretazione affermatasi a livello giurisprudenziale e ormai divenuta diritto vigente - l'applicazione degli specifici criteri che devono essere rispettati in sede di definizione del valore della partecipazione del socio recedente; criteri che sono ancorati al principio di equa valorizzazione¹³² il quale, secondo l'impianto delineatosi nel tempo, opererebbe a

¹³¹ Si fa in particolare riferimento al rischio di c.d. *free riding* che si verifica quando l'imprenditore si rifiuta di dismettere la sua partecipazione nonostante sia raggiunto il massimo risultato dell'investimento.

La clausola è diretta tipicamente a risolvere questo secondo problema: in sua assenza il socio trascinato potrebbe trovarsi nella posizione di impedire la vendita anche laddove questa massimizzasse il valore della partecipazione, allo scopo di ottenere dalla maggioranza un beneficio patrimoniale proporzionalmente più elevato di quello che gli spetterebbe (cfr. N. DE LUCA- M.FERRANTE, *clausole di accordamento e di trascinamento*).

¹³² Tale principio è emerso alla luce della regola di garanzia e in seguito all'affermarsi dei riferimenti operati alla disciplina recante i criteri di determinazione del valore della partecipazione del socio recedente.

In particolare, sul punto v. N.DE LUCA- M.FERRANTE, *clausole di accordamento e di trascinamento*, in *Le società per azioni: Codice civile e norme complementari*, diretto da P.ABBADESSA - G.B. PORTALE, Tomo I - ove si rileva come si è cominciato a parlare del principio di equa valorizzazione in relazione alla disciplina delle azioni riscattabili; ed invero, si prevede che, in caso di azioni per le quali lo statuto riconosce un potere di riscatto da parte della società o dei soci (art. 2347-*sexies* c.c.), è prevista l'applicazione delle disposizioni dettate per il recesso in materia di criteri di determinazione del valore delle partecipazioni e di procedimento di liquidazione ai sensi degli artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* c.c.

Tali disposizioni stabiliscono che il valore delle azioni del socio riscattato (salvo il caso di azioni quotate per cui si guarda esclusivamente alla quotazione in borsa) sia determinato "tenendo conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni". Da qui è scaturita la discussione se tale esigenza si palesi anche nel caso di clausole di trascinamento e se, ai fini della sua tutela, il socio trascinato possa contestare che il prezzo riconosciuto gli sia inferiore all'equa valorizzazione delle sue partecipazioni; discussione affrontata da successive pronunce giurisprudenziali (v. *infra*).

Per un approfondimento in materia di valore attuale della partecipazione cfr. M. VENTORUZZO, *recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali* (2012); C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali* (2006).

prescindere sia dalla forma assunta dal disinvestimento sia dal grado di sofisticazione delle parti¹³³.

In forza di tale principio, quindi, la validità di detta clausola sarebbe subordinata alla previsione di “adeguati meccanismi di valorizzazione della partecipazione forzatamente dismessa”, la cui assenza porterebbe alla configurazione del trascinamento alla stregua di una vera e propria espropriazione.

Si tratta di un approdo, quello della definizione dell’ambito di operatività del principio, che affonda le sue radici su una serie di considerazioni e sviluppi a cui sono pervenuti nel corso del tempo il notariato, la giurisprudenza (anche arbitrale) e, infine, la dottrina.

In tal senso, è stata la vicenda Tecno S.p.A., relativa alla previsione di una clausola di trascinamento all’interno dello statuto di una società per azioni non aperta al mercato di capitale di rischio¹³⁴ - oggetto, già a partire dal 2005¹³⁵, di una pronuncia del Consiglio

¹³³ Cfr. TRIB. ROMA, SEZ. IMPRESA, Sentenza 903 del 15 gennaio 2020 (V. *infra* nello stesso Capitolo, § 15.2.2)

¹³⁴ La controversia sottoposta ad esame riguardava la società Tecno S.p.A. e i suoi due soci di maggioranza (60%) e di minoranza (40%). In particolare, lo statuto della società includeva una clausola che riconosceva il diritto per il primo, un fondo di *private equity*, di offrire in vendita al terzo acquirente anche la partecipazione di minoranza dell’altro socio ad un prezzo unitario per azione identico a quello offerto per la cessione della propria partecipazione. Un patto parasociale tra i due soci prevedeva, inoltre, delle articolate preferenze liquidatorie in favore del socio di maggioranza nel caso di vendita delle azioni a un terzo, salvo il diritto di prelazione riconosciuto al socio di minoranza; diritto di prelazione in forza del quale il titolare della quota di maggioranza, a fronte della formulazione da parte del terzo di una proposta irrevocabile all’acquisto di entrambe le partecipazioni, avrebbe dovuto preventivamente comunicare al prelatario la sua intenzione di procedere al trasferimento della propria partecipazione e l’offerta del terzo, sottoponendogli la possibilità di procedere lui stesso, in alternativa, all’acquisto della partecipazione di maggioranza alle stesse condizioni offerte dal terzo. Dinanzi a tale quadro statutario, il socio di maggioranza aveva avviato una trattativa con un terzo per l’acquisto della partecipazione totalitaria nella società. Il socio di minoranza, decidendo di non avvalersi del diritto di prelazione, ha esercitato in via d’urgenza un’azione cautelare tesa ad impedire al socio di maggioranza di trascinare anche la sua partecipazione nella cessione. Dal canto loro, il socio trascinate e il terzo hanno rispettivamente avviato: l’uno un procedimento arbitrale per la pronuncia di una sentenza di accertamento (o del perfezionato trasferimento al terzo della partecipazione o, in subordine, dell’obbligo del socio trascinato di perfezionare il trasferimento), l’altro un procedimento cautelare per il sequestro giudiziario della partecipazione; azioni rispetto alle quali il socio trascinato ha sostenuto la nullità della clausola di trascinamento. Con un provvedimento che assume la forma di un’ordinanza, il Tribunale ha definito il procedimento cautelare attivato dal terzo affermando, nel caso di specie, la contrarietà della clausola a principi considerati inderogabili nel nostro ordinamento societario. Per una panoramica della vicenda oggetto della decisione v. G.D. MOSCO- C.A. NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in AGE 1-2/2021; C. DI BITONTO, “*Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*”

¹³⁵ Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n.88.

Notarile di Milano in seno al quale si è formato un orientamento, poi confermato nel 2008 dal Tribunale di Milano¹³⁶ - ad aver assunto la funzione di *leading case* in materia.

15.2.1.1 Il notariato e la vicenda Tecno S.p.A.

Relativamente a tale vicenda, la valutazione dapprima svolta ad opera del notariato circa la validità della clausola in esame, è passata attraverso una serie di osservazioni attinenti alle modalità di determinazione del *quantum* spettante al socio trascinato. Il punto di partenza è rappresentato dalla lettera dell'art. 2437-*sexies* c.c. contenente la disciplina del riscatto azionario che si regge, nella determinazione del valore della partecipazione azionaria, sui criteri operanti in sede di recesso¹³⁷.

Più nello specifico, realizzando un'assimilazione tra la clausola di trascinamento e quella di riscatto¹³⁸, il Consiglio Notarile di Milano ha affermato che entrambe sono legittime nella misura in cui il prezzo minimo della partecipazione oggetto di trascinamento sia determinabile ai sensi dell'art. 2437-*ter*¹³⁹. Tale assimilazione prende le mosse dalla

¹³⁶ Cfr. Ordinanza 31 marzo 2008.

¹³⁷ Ai sensi dell'art. 2437-*sexies*, “le disposizioni degli artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* si applicano, in quanto compatibili, alle azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci”. La legge, quindi, da un lato, intende assicurare al socio recedente una liquidazione ancorata al valore economico delle azioni; dall'altro, estende la medesima protezione anche al socio riscattato che subisce la decisione di riscatto ad opera della società o dei soci, essendo egli in tal modo costretto a liquidare le sue azioni.

Sul tema v. M. NOTARI, *exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in AGE 1-2/2021-ove si rileva come il motivo per il quale la legge rende applicabile la regola dell'equa valorizzazione alla clausola di riscatto risiede proprio nella natura statutaria della stessa; pertanto, partendo dalla considerazione che la natura della regola ne condiziona la disciplina, mentre la natura statutaria ne implicherebbe, secondo questa ricostruzione, la soggezione ai limiti imperativi derivanti dalla disciplina societaria, la natura parasociale la assoggetterebbe esclusivamente alla disciplina in materia di contratti.

¹³⁸ Infatti, si afferma che, pur non trattandosi “*in senso tecnico, [di] una ... clausola di riscatto*” per via del “*puntualizzarsi del diritto all'acquisto ... in capo al terzo e non alla società ovvero al socio*” e della mancata specificazione “*di una ragione del riscatto idonea a impedire l'espressione di una decisione arbitraria*”, la clausola di trascinamento comunque “*finisce (seppur seguendo un percorso strutturalmente originale) con il sortire gli effetti di una clausola statutaria di c.d. riscatto azionario*”. Da ciò ne deriverebbe, ad avviso del Consiglio Notarile, che la clausola di trascinamento attrarrebbe la disciplina del riscatto azionario, proprio nella prospettiva di apprestare una più “*ampia tutela*” al socio che subisca il riscatto delle proprie azioni (cfr. C. A. NIGRO, *Venture capital-backed firm, Trade Sales e tutela dell'imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*).

¹³⁹ Sul punto v. N. De LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento (“Drag-along”)*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 2009, n. 2.

considerazione secondo la quale il principio di equa valorizzazione dovrebbe connotare tutte le ipotesi di disinvestimento forzato che si ritengono sussistenti ogniqualvolta uno o più soci siano costretti a subire la liquidazione in denaro delle proprie partecipazioni; situazione che si configurerebbe, alla luce di questa interpretazione, non solo in caso di riscatto, ma anche in presenza di una clausola di trascinamento¹⁴⁰.

Il notariato, quindi, considera imprescindibile l'individuazione di una serie di cautele a favore del socio, tra le quali, appunto, particolare rilievo assume l'identificazione di criteri che siano tali da assicurare il rispetto del valore attuale della partecipazione; ossia, detto in altri termini, la sua equa valorizzazione. Criteri la cui operatività non è, prosegue il notariato, rinunciabile "*per il caso di riscatto azionario*" e, quindi, stante l'assimilazione, nel caso di trascinamento della partecipazione; così da potersi affermare che una clausola di trascinamento che non si conformi a tali indicazioni sia da considerarsi invalida.

15.2.1.2 La giurisprudenza e la vicenda Tecno S.p.A

Il principio scaturente dalla massima notarile in merito alla clausola di trascinamento e, in particolare, la posizione assunta sulla vicenda oggetto di pronuncia, è stata successivamente ripresa e sottoposta al vaglio della giurisprudenza¹⁴¹, anche arbitrale.

Ed invero, Design Factory S.p.A., quale terzo acquirente, ha adito la magistratura civile per chiedere il sequestro della partecipazione del socio trascinato, sostenendo

¹⁴⁰ In particolare, si era rilevato come la compatibilità dell'applicazione alla clausola in esame del principio di equa valorizzazione trovasse giustificazione nella configurazione della stessa alla stregua di una situazione di perdita forzata della qualità di socio che si riteneva dovesse essere accompagnata dal riconoscimento del valore attuale della partecipazione del socio uscente; valore attuale da determinarsi mediante un rinvio ai criteri di determinazione del valore spettante al socio recedente e, in ogni caso, da fissarsi in misura non inferiore al prezzo che spetterebbe in caso di recesso.

In altre parole, il principio di equa valorizzazione, ad opinione del notariato, non costituirebbe una eccezionale limitazione dell'autonomia statutaria operante esclusivamente per la clausola di riscatto in senso stretto, bensì una regola applicabile ogni qual volta lo statuto intenda costringere i soci o una parte di essi a liquidare le loro partecipazioni contro la loro volontà. Per tale motivo, i precetti contenuti nella disposizione sul recesso sarebbero applicabili per analogia anche a quelle che possono definirsi come ipotesi atipiche di *exit* forzato tra cui, degna di nota, è la clausola di trascinamento.

¹⁴¹ Implicitamente, il Tribunale di Milano, così come la massima notarile, sembra ricondurre la clausola di trascinamento nell'ambito di applicazione dell'art. 2437-*sexies* c.c. in materia di azioni riscattabili. Cfr. TRIB. MILANO, 31 marzo 2008 (Ord.), pubblicata in *Società*, 2008.

l'intervenuta conclusione di un valido negozio di trasferimento di tutte le partecipazioni della società o comunque l'insorgenza, in capo al socio trascinato, di un obbligo di cessione della propria partecipazione, da realizzarsi congiuntamente a quella del socio trascinante.

Di fronte a tale richiesta, il Tribunale, dapprima, ha rigettato il ricorso confermando la nullità della clausola¹⁴² e adducendo come motivazione¹⁴³ al suo *decisum* la “*necessità che sia individuata in concreto, secondo parametri obiettivi minimamente predeterminati, una valutazione economica adeguata della partecipazione soggetta a dismissione, in conformità con il sistema del diritto societario che sempre si preoccupa – in armonia con i principi costituzionali – di individuare parametri rilevanti a seconda dei contesti per attribuire un valore non arbitrario all'azione*”.

In un secondo momento, è andata ancora oltre riconoscendo la validità di una clausola di trascinamento solo e soltanto a condizione che sia fissato un prezzo minimo (il c.d. *floor*¹⁴⁴) ed affermando che, al contrario, una clausola priva della fissazione di tale prezzo minimo *avrebbe “paradossalmente”* comportato la trasformazione di “... *un obbligo di*

¹⁴²La nullità della clausola è stata affermata per contrarietà al diritto costituzionalmente garantito di proprietà (artt. 24 e 42 cost.). In particolare, si era sostenuto come il fondamento di tale considerazione è da rinvenirsi nello stesso ordinamento societario e, in particolare, nella presenza di una serie di regole che sono espressione del principio generale circa la necessità che siano adottati parametri oggettivi per l'attribuzione di un valore equo e non arbitrario alla partecipazione sociale in tutti quei casi in cui “un membro del consesso sociale si trovi nella posizione passiva di subire, per iniziativa altrui, la fuoriuscita dalla compagine sociale”.

Tale ricostruzione, secondo l'opinione maggioritaria, si considererebbe sussistente anche a prescindere dal fatto che il socio trascinato non venga a trovarsi in una posizione di mera soggezione in forza della possibilità di esercitare un diritto di prelazione che sia in grado di paralizzare il diritto di trascinamento. Sul tema cfr. N.DE LUCA - M. FERRANTE, *Validità delle clausole di trascinamento (“Drag-along”)*; C.DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*

¹⁴³ Nelle sue motivazioni il Tribunale sostiene che pur essendo la clausola l'esito di una decisione unanime presa dai soci, la stessa è comunque nulla per contrarietà al diritto di proprietà, sostanziosamente il trascinamento, nel caso di specie, in un'espropriazione ai danni del socio trascinato.

¹⁴⁴ Prezzo minimo che, incidendo sulla libertà contrattuale delle parti, non dovrebbe attestarsi al di sotto o che, comunque, dovrebbe essere almeno pari al valore attribuibile alla partecipazione in caso di riscatto e, quindi, di recesso. Sul tema v. A. STABILINI - M. TRAPANI, *Clausole di drag-along e limiti all'autonomia statutaria nelle società chiuse* - ove si aggiunge che nell'opinione assunta dal notariato e dal Tribunale, la previsione di un *floor* dovrebbe assicurare al socio trascinato la percezione di un prezzo almeno pari al *fair market value* della partecipazione ceduta, coerentemente con quanto previsto dall'art. 2347-ter c.c per il caso di recesso.

dismissione ... pattuito perché funzionale alla migliore possibilità di realizzazione della quota ... in [potenziale fonte di] un danno per il socio [trascinato]”.

15.2.1.3 Una posizione controcorrente: il Lodo arbitrale

A sostenere, al contrario, la validità della clausola è il Lodo arbitrale formatosi nel luglio del 2008¹⁴⁵; Lodo che, chiudendo la vicenda cautelare, da un lato, considera l’obbligo di co-vendita eterogeneo rispetto al riscatto e, pertanto, la disciplina di cui all’art 2437-*sexies* c.c. non suscettibile di applicazione analogica; allo stesso tempo, però, considera il divieto di non aggravare la possibilità di esercitare il recesso ai sensi dell’art. 2437 comma 6 c.c. alla stregua di una norma inderogabile.

In particolare, nella ricostruzione operata, si sostiene come la clausola non è nulla¹⁴⁶ in quanto non mira ad attribuire al socio che subisce il trascinamento un corrispettivo inferiore a quanto percepirebbe in caso di recesso *ex. art. 2437-ter* c.c., ma si chiarisce comunque che, se il prezzo offerto dal terzo (sia per il socio trascinante che per quello trascinato) fosse stato inferiore a quello di recesso, il negozio in concreto sarebbe da considerarsi nullo per violazione della norma imperativa di cui all’art. 2437 co.6 c.c.¹⁴⁷.

Astraendo dal caso specifico, nel valutare i profili relativi alla clausola con quelli più propriamente connessi alla successiva co-vendita da trascinamento, la giurisprudenza arbitrale, oltre ad analizzare una serie di ulteriori aspetti fondamentali¹⁴⁸, chiarisce

¹⁴⁵ Lodo arbitrale 29 luglio 2008, Arbitro Unico, Prof. A. MAZZONI.

¹⁴⁶ Il Lodo, quindi, intervenendo sulla medesima questione esaminata in via cautelare dal Tribunale di Milano, ha affermato che “è certamente valido e lecito nel diritto italiano l’accordo con cui due contitolari di uno stesso bene convengano a che il titolare della quota maggioritaria potrà procedere alla vendita complessiva del bene a terzi (vendita comprensiva sia della propria quota che della quota dell’altro contitolare), sostanziosamente tale accordo in un mandato a vendere.

Sull’aspetto dell’equa valorizzazione, il Lodo afferma che se mai la clausola di trascinamento fosse considerata una clausola di riscatto, la mancata previsione del meccanismo di equa valorizzazione non ne comporterebbe la nullità, potendo il socio trascinato ottenere una rideterminazione del prezzo a norma dell’art. 2437-*ter* co.6 c.c. dimostrando che il valore conseguito è inferiore al valore equo.

¹⁴⁷ Sul Lodo arbitrale v. C.GIAMPAOLINO, *Clausole di co-vendita ed equa valorizzazione dell’azione*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 2009, n.4.

¹⁴⁸ Tra questi il fatto che: la clausola è costitutiva di un mandato a vendere conferito dal socio di minoranza a quello di maggioranza anche nel suo interesse, con effetti solo obbligatori se manca una procura che

anzitutto che la clausola di trascinamento è in linea di principio valida poiché risponde, nelle operazioni di VC, all'esigenza fondamentale degli investitori di “*non rimanere vincolati indefinitamente ad un determinato investimento*” e di poter, quindi, disinvestire senza essere pregiudicato dalla difficoltà di trovare un compratore disposto a rilevare la sola quota di maggioranza (De Luca, 2009).

D'altra parte, però, considerando il socio trascinato sempre e comunque soggetto passivo del rapporto, il giudice arbitrale sostiene la necessità che intervengano dei meccanismi correttivi che siano tali da evitare che l'esercizio del trascinamento si esaurisca nell'ingiustificata espropriazione del socio trascinato¹⁴⁹ o nell'abusiva estromissione dello stesso da parte del socio trascinante¹⁵⁰; spingendosi fino al punto di confermare che il vincolo nascente dalla stessa clausola debba sempre trovare un contrappeso nell'equa valorizzazione della partecipazione.

attribuisca a quest'ultimo la rappresentanza; il socio di maggioranza quale mandatario, per quanto in *rem propriam*, se può assumere qualunque decisione “*è comunque tenuto all'osservanza di obblighi ex lege di correttezza fiduciaria nell'esecuzione dell'incarico e nell'esercizio del suo potere*”, sicché “*nessuna effettiva o sedicente conformità ad una prassi di mercato può in anticipo esonerare chi gestisce interessi altrui dagli obblighi fiduciari e dagli obblighi di tenere un comportamento conforme a buona fede oggettiva*”; se il socio di maggioranza procedendo alla co-vendita da trascinamento negozia o accetta “*una condizione posta esclusivamente nel suo interesse e lesiva dell'interesse*” del socio di minoranza viola i suoi doveri fiduciari; il socio trascinato può dunque fondatamente sollevare un'eccezione di inadempimento nei confronti del socio trascinante e sottrarsi all'esecuzione dell'obbligo di trasferimento delle sue azioni al terzo derivante dalla clausola di trascinamento. Sul tema v. ancora G.D. MOSCO- C.A.NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*; C. DI BITONTO, “*Clausola statutaria di c.d. drag along chi: era costei?*”

¹⁴⁹ Effetto espropriativo che sarebbe derivante dalla differenza tra il valore effettivo della partecipazione del socio di minoranza e quello convenzionalmente fissato per il suo trasferimento nella proposta di acquisto totalitario inviata dal terzo beneficiario del diritto di trascinamento.

¹⁵⁰ Sul tema v. C. ANGELICI, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag-along*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger* - ove si rileva come oggetto dell'operazione di co-vendita in questione non è soltanto un bene, ma una partecipazione sociale, e che il suo risultato non è solo la variazione del patrimonio del socio trascinato, ma anche la cessazione della partecipazione e quindi la perdita della qualità di socio. Questo apre un ampio dibattito sul fatto se le esigenze della società in quanto tale siano estendibili ai rapporti interindividuali tra soci e se, quindi, siano applicabili i principi del diritto societario - e, in particolare, gli strumenti a tutela dei soci, se questo si venga a trovare nella situazione di perdere la sua partecipazione nella società - tutte le in cui sia coinvolta una partecipazione sociale oppure se tale applicazione sia circoscritta alle ipotesi ove assume rilievo l'organizzazione societaria.

15.2.1.4 Notariato e giurisprudenza a confronto

Volendo operare una ricognizione della vicenda precedentemente ricostruita, sia il notariato che la giurisprudenza partono dalla considerazione secondo la quale nelle ipotesi di disinvestimento forzato - nelle quali il socio è costretto a dismettere la propria partecipazione societaria - la protezione dello stesso dal rischio di essere costretto a disinvestire in cambio di un corrispettivo inferiore al valore della propria partecipazione passa attraverso meccanismi di equa valorizzazione che si ritengono tali da assicurargli, appunto, il rimborso del valore attuale della partecipazione soggetta a dismissione.

Date queste premesse, tuttavia, notariato e giurisprudenza assumono poi posizioni diverse per quanto attiene alla concreta configurazione dei meccanismi di equa valorizzazione. Nella prospettiva del notariato, la tutela del socio trascinato dipenderebbe dalla previsione del *floor* o, alternativamente, dal diritto di recesso; secondo la giurisprudenza ordinaria, invece, solo il *floor* assumerebbe una funzione protettiva, sul presupposto dell'ulteriore qualificazione della clausola di trascinamento come limite alla circolazione della partecipazione di tipo "speciale"¹⁵¹, simile perciò alla clausola di mero gradimento.

¹⁵¹ Per un approfondimento v. C.A.NIGRO, *venture capital-backed firm, trade sales e tutela dell'imprenditore: tra shareholder value maximization e equa valorizzazione* - ove si rileva come, dal punto di vista di diritto positivo, la giustificazione del *floor* risponderebbe alla medesima funzione "garantistica" svolta, nel contesto della disciplina inerente ad altre vicende di disinvestimento, innanzitutto forzato, dalla disciplina recante i criteri per la liquidazione della partecipazione del socio recedente.

Meno immediata è la ragione per cui il notariato ha ritenuto che la clausola di trascinamento possa dirsi valida anche ove, in alternativa al *floor*, essa contempli un diritto di recesso. Si tende comunque a spiegare la scelta del notariato di dire "valide e efficaci" non soltanto le clausole contenenti un esplicito richiamo a un certo "prezzo minimo", ma anche le clausole che prevedono il diritto di recesso *ex contractu* o *ex lege* sul presupposto dell'ulteriore qualificazione della clausola di trascinamento alla stregua di limite alla circolazione della partecipazione di tipo "speciale", assimilabile perciò alla clausola di mero gradimento.

In questo secondo caso, la precisazione del concetto di limite "speciale" al trasferimento delle partecipazioni passa attraverso la disciplina delle S.r.l. e, in particolare, all'analisi dell'art. 2469 c.c. in forza del quale "le partecipazioni [dei soci di una s.r.l.] sono liberamente trasferibili per atto tra vivi e per successione a causa di morte". Ciononostante, al successivo comma 2, si prevede anche che "[qualora l'atto costitutivo preveda l'intrasferibilità delle partecipazioni o ne subordini il trasferimento al gradimento di organi sociali, di soci o di terzi senza prevederne condizioni e limiti, o ponga condizioni o limiti che nel caso concreto impediscono il trasferimento a causa di morte, il socio o i suoi eredi possono esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2473 c.c.". Alla stessa logica risponde la disciplina delle S.p.A in cui si prevede dapprima che "[n]el caso di azioni nominative ed in quello di mancata emissione

Detto in altri termini, il notariato, partendo dagli orientamenti formatisi in tema di prelazione impropria¹⁵², è giunto ad una valutazione speculare anche con riferimento alla clausola di trascinamento, assumendo che la stessa debba qualificarsi alla stregua di un limite alla circolazione della partecipazione di tipo speciale perché fondante un potere il cui esercizio (i) potrebbe provocare il disinvestimento del socio trascinato e, inoltre, (ii) porlo nella condizione di dover “cedere la partecipazione per un corrispettivo significativamente inferiore a quello che il legislatore considera giusto”.

Tutto ciò rilevato, è possibile constatare, quindi, come l’investitore di VC operante in Italia si trovi di fronte a una regola di diritto vivente che è tale da rendere fortemente limitante la scelta di eseguire una *trade sale* sotto forma di co-vendita da trascinamento e che arriva fino al punto di rendere non libera la definizione delle modalità attraverso cui soddisfare il suo interesse al disinvestimento.

dei titoli azionari, lo statuto può sottoporre a particolari condizioni il loro trasferimento e può, per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto viene introdotto, vietarne il trasferimento” (art. 2355-bis, c. 1, c.c.); ma anche che “[l]e clausole dello statuto che subordinano il trasferimento delle azioni al mero gradimento di organi sociali o di altri soci sono inefficaci se non prevedono, a carico della società o degli altri soci, un obbligo di acquisto oppure il diritto di recesso dell’alienante”, laddove in tali casi “[i]l corrispettivo dell’acquisto o rispettivamente la quota di liquidazione sono determinati secondo le modalità e nella misura previste dall’articolo 2437-ter” (art. 2355-bis, comma 2, c.c.).

¹⁵² Il notariato, fonda le sue conclusioni sul duplice presupposto (1) che “[l]a ratio degli artt. 2355-bis e 2469 c.c. non vuole solo porre un correttivo a clausole che impediscono al socio di cedere la sua partecipazione, ma anche a quelle che pongono al socio che intende uscire dalla società mediante cessione della partecipazione l’alternativa tra cedere per un corrispettivo significativamente inferiore a quello che il legislatore considera ‘giusto’ (per intenderci, a quello previsto in caso di recesso) ovvero dovere rimanere in società senza potersi “liberare” del vincolo sociale”; e (2) che le clausole di prelazione impropria “rimett[ono] alla discrezionalità degli altri soci la facoltà di imporre al socio che intenda cedere l’alternativa tra ‘non cedere’ o cedere a ‘prezzo vile’ ...”, sicché questi “potrebbe [bensì] cedere” la propria partecipazione, ma “solo sopportando un ‘significativo’ sacrificio economico”. Il notariato, già precedentemente con la massima n. 86, aveva ritenuto di annoverare anche queste ultime tra quelle idonee a “determin[are] una limitazione al trasferimento sostanzialmente assimilabile ad un mero gradimento”, subordinandone allora l’efficacia alla previsione dei correttivi indicati dalla legge e, in particolare, attribuendo un diritto di recesso al socio che subisce la decurtazione.

15.2.2 L'equa valorizzazione e la vicenda Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.

La tendenza, registratasi nel corso del tempo, ad estendere l'ambito di operatività della disciplina sul recesso in tema di determinazione del valore da attribuire alla partecipazione del socio uscente, oltre che in materia di disinvestimento che si realizza nella forma della co-vendita da trascinamento, è emerso chiaramente in una recentissima vicenda su cui si è pronunciato il Tribunale di Roma¹⁵³. Relativamente alla stessa, il Tribunale ha affermato l'invalidità della clausola inserita nello statuto di Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. che si presentava come derogatoria rispetto ai criteri di determinazione del valore di liquidazione della partecipazione del socio recedente *ex. art. 2347-ter c.c.*; chiarendo come a tal fine, esprimendosi su un punto non ancora affrontato nella casistica precedente, sia del tutto irrilevante la considerazione del grado di sofisticazione delle parti coinvolte - nel caso di specie, fondazione bancaria in veste di attrice e società nel ruolo di convenuta¹⁵⁴.

Dopo essersi pronunciato con sentenza non definitiva sulle questioni pregiudiziali sollevate dalla convenuta (tra cui il difetto di giurisdizione del tribunale adito e l'improcedibilità del giudizio ai sensi dell'art. 2437-ter), il Tribunale, con separata

¹⁵³ Cfr. TRIB. ROMA, SEZ. IMPRESA, Sentenza 903 del 15 gennaio 2020, in *Le società*, 2020, con nota di M. PERRINO, "Società di diritto "singolare" e clausole derogatorie sul rimborso di azioni per cause statutarie di recesso ulteriori a quelle legali".

¹⁵⁴ Nel caso di specie la Fondazione Cassa di Risparmio di Verona Vicenza e Belluno recedeva da Cassa Depositi e Prestiti S.p.A e conveniva in giudizio la stessa - risultante dall'operazione di trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti quale ente pubblico in società per azioni disposta dall'art. 5 del d.l. n. 269/03 con cui il Ministero dell'Economia e delle Finanze, in adempimento dei decreti emanati dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri e dallo stesso MEF, aveva ceduto il 30% del capitale sociale della società a sessantacinque fondazioni bancarie ad un prezzo pari al valore nominale delle azioni - affinché: i) fosse accertata la nullità della clausola contenuta nell'art. 9 dello statuto della società convenuta nella parte in cui prevedeva che il valore di liquidazione della quota del socio recedente fosse determinato in misura pari alla frazione del capitale sociale per cui è esercitato il recesso e che tale valore fosse decurtato, con riferimento agli utili degli esercizi sociali sino al 31-12-08 compreso, della differenza fra il dividendo effettivamente percepito dalle azioni privilegiate e il dividendo preferenziale spettante alle medesime azioni in base all'art. 30, comma 2 dello statuto nella sua originaria formulazione; ii) fosse dichiarata la conseguente illegittimità della deliberazione del consiglio di amministrazione del 29-01-13 con la quale era stato determinato il valore della quota al momento del recesso.

Si trattava in entrambi i casi di richieste fondate sull'asserita nullità della clausola statutaria che si presentava in contrasto con una norma del Codice civile ritenuta imperativa, sostenendosi, appunto, che la liquidazione della quota dovesse essere operata applicando l'art. 2437 *ter* del Codice civile. Di diversa impostazione era la Cassa che, ritenendo nel caso di specie la disciplina civilista sul recesso derogata dall'art.9 co. 3 dello statuto, non condivideva la richiesta in punto di esercizio del diritto di recesso.

ordinanza, ha rimesso la causa al collegio per la decisione; decisione che è passata necessariamente per l'accertamento della validità ed efficacia della clausola contenuta nell'art. 9 dello statuto della società e considerata derogatoria della disciplina civilistica sul recesso.

Sul punto, il collegio ha asserito che l'accertamento della invalidità della clausola e, quindi, del diritto della parte attrice di conseguire, in caso di esercizio del diritto di recesso, un valore di liquidazione della propria partecipazione in conformità ai criteri civilistici, non è preclusa dalla natura pubblicistica dell'atto con il quale è stato approvato l'originario statuto della Cassa, nata come ente pubblico e poi divenuta società costituita per legge a seguito della sua trasformazione in S.p.A. per il perseguimento degli scopi di interesse generale da essa tradizionalmente perseguiti¹⁵⁵.

Ed allora, le ragioni di ordine politico o economico che hanno indotto il legislatore a trasformare la Cassa in società per azioni hanno sì condizionato in modo legittimo le scelte adottate in sede di redazione dello statuto, ma non sono tali da giustificare, ad avviso del collegio, le soluzioni adottate con riguardo a regole di funzionamento della società che derogano a precetti, quali i criteri da adottare per la determinazione del valore della partecipazione del socio recedente, che sono ritenuti imprescindibili. La scelta operata dal legislatore di attuare la privatizzazione non può, perciò, essere tale da incidere sui rapporti fra soci e società e sui diritti dei primi nei confronti della seconda; diritti tra cui rientrerebbe anche quello del socio che recede dalla società alla liquidazione del valore attuale della propria partecipazione.

Il collegio aggiunge, poi, che a tale conclusione non ci si possa discostare neppure in presenza di una ipotesi di recesso non rientrante nelle ipotesi legali¹⁵⁶ (come avviene nel

¹⁵⁵ Detto in altri termini, il Collegio ha ritenuto che, il riconoscimento alla Cassa della qualifica di società a partecipazione pubblica di diritto singolare, costituita per il perseguimento di una specifica missione di pubblico interesse, e la conseguente possibilità di derogare, per legge, alle specifiche disposizioni di diritto comune dettate dal Codice civile per il tipo sociale prescelto, nel caso di specie, non sono tali da attribuire alla disposizione statutaria in questione un'efficacia tale da legittimare una deroga ai principi previsti per il recesso dei soci di società per azioni, né una tale deroga può rinvenirsi in altre disposizioni di legge in vigore alla data in cui la Fondazione ha esercitato il recesso.

¹⁵⁶ La norma di cui all'art. 2437 co.4 ("Lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere ulteriori cause di recesso"), è stata interpretata in modo pressoché unanime in giurisprudenza e dottrina, nel senso che i "criteri diversi", ivi menzionati, hanno una funzione integrativa dei principi indicati nel secondo comma e lasciano spazio alla autonomia statutaria che deve, però,

caso di specie). Ed invero, si deve rilevare come la nullità della clausola statutaria che deroga ai principi previsti nell'art. 2437 *ter* c.c. deriva dalla contrarietà della stessa ad una disposizione imperativa, a prescindere dalla contrarietà o meno alla regola di garanzia contenuta nell'art. 2437 co.6 che vieta ogni patto volto ad escludere o a rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso con esclusivo riferimento alle ipotesi di recesso legale previste dal primo comma dello stesso articolo¹⁵⁷.

Tutto ciò considerato, il Tribunale ha concluso che la liquidazione della quota della Fondazione attrice effettuata dalla Cassa, con esclusivo riguardo al valore nominale della partecipazione, deve ritenersi illegittima in quanto basata sulla previsione statutaria di un criterio di valutazione da ritenersi in contrasto con il disposto dell'art. 2437 *ter* c.c.; con la conseguenza che, ad avviso dello stesso, il valore della quota del socio recedente, in

estrinsecarsi nei precisi limiti indicati nella stessa norma e, comunque, al fine di pervenire ad una valutazione del valore reale della partecipazione. Stante questa premessa, si deve dunque ritenere che lo statuto non possa prevedere criteri che, come nel caso di specie, prescindano del tutto dal valore reale della quota di partecipazione, riferendosi invece al solo valore meramente nominale, del tutto slegato dall'effettiva consistenza patrimoniale della società.

Sul punto v. PERRINO - ove si rileva come le disposizioni statutarie, originarie o intervenute per modifiche successive, infatti, ancorché, nel primo caso, adottate con decreto della Presidenza del Consiglio dei Ministri, si risolvono pur sempre nell'esercizio dell'autonomia negoziale attribuita ai soci dall'ordinamento nei limiti dallo stesso individuati e che, l'eventuale superamento di tali limiti, salva la valutazione di legittimità costituzionale, potrebbe essere disposta solo da fonti normative di rango primario, alle quali le norme di rango secondario possono dare attuazione nell'ambito del perimetro individuato dalle prime. La deroga ai principi previsti in materia di recesso e di liquidazione della quota del socio receduto contenuta nella disposizione statutaria in questione, d'altra parte, non si rinviene in nessuna delle norme dettate dal d.l. n. 269/03 con il quale è stata disposta la trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni, né in alcuna norma di legge intervenuta prima del recesso esercitato dalla Fondazione attrice, non potendo nemmeno essere desunta in via interpretativa dalle specifiche disposizioni che hanno creato il sistema attraverso il quale è stata attuata la privatizzazione.

¹⁵⁷ Per approfondimenti sul tema v. N.DE LUCA, *Dal socio leone all'agnello sacrificale? Considerazioni sulla clausola di recesso a prezzo predefinito*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 2020, n. 3 - ove si evidenzia come tale ricostruzione dipende dal fatto che l'art. 2473 *ter* c.c. non reca alcuna distinzione fra cause di recesso legali e cause di recesso statutarie al fine di dettare diversi criteri di liquidazione della quota del socio recedente. Infatti, distinguere i diritti dello stesso per una causa prevista dalla legge da quelli per una causa prevista dallo statuto, ipotizzando, nel secondo caso, che lo statuto possa prevedere che al socio spetti la liquidazione della quota in misura diversa da quella che la legge impone in caso di recesso legale, non pare consentito in mancanza di esplicita previsione normativa. Si deve, infatti, ritenere che l'evoluzione legislativa in materia di riconoscimento della possibilità di recesso per il socio delle S.p.A. abbia introdotto un sistema unitario nel quale l'ampliamento delle cause di recesso, fino a comprendervi quelle liberamente predeterminate dai soci, non ha modificato il regime delle conseguenze che ne derivano: conseguenze che non vi è ragione di diversificare una volta riconosciuta l'equivalente idoneità a giustificare il recesso sia delle ragioni individuate dalla legge sia di quelle individuate direttamente dai soci.

mancanza di altri criteri individuati nello statuto conformemente al disposto di tale norma, debba essere sempre determinato ai sensi del secondo comma della stessa disposizione.

15.3 La cessione d'azienda

Continuando nell'analisi delle forme mediante le quali si procede ad una *trade sale* nel nostro ordinamento, problemi analoghi a quelli precedentemente delineati e che ostano ad una piena coincidenza della disciplina delle operazioni di VC in Italia rispetto al modello statunitense, si presentano anche qualora la *trade sale* sia eseguita sotto forma di cessione di azienda.

Si tratta, come nel caso della fusione, di un'operazione nella quale la realizzazione del disinvestimento, in forza dell'esercizio della *termination option* da parte del *venture capitalist*, dovrebbe essere tale da superare i limiti posti dalle discipline volta ad assicurare una corretta esplicazione del processo decisionale in seno agli organi sociali competenti¹⁵⁸.

La cessione d'azienda, se del caso proceduta o seguita dalla liquidazione della comune impresa, può presentarsi, però, come una manovra farraginoso e generare costi di transazione non trascurabili, soprattutto nel caso in cui possa rilevarsi un interesse opportunistico del *venture capitalist*¹⁵⁹.

¹⁵⁸ In particolare, quello amministrativo e quello assembleare nella fusione; non solo il primo nella cessione d'azienda nel caso sia della S.r.l. alla luce dell'art. 2479, co. 2, n. 5, c.c., sia della S.p.A. se lo statuto richiede per il compimento dell'operazione l'autorizzazione assembleare ex art. 2364, co. 1, n. 5, c.c. (cfr. G.D. MOSCO - C.A. NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*).

¹⁵⁹ Ed invero, gli amministratori scelti direttamente dal *venture capitalist* e, pertanto, legati allo stesso da un rapporto di fiducia, nel momento in cui fossero coinvolti nella decisione di procedere al disinvestimento della partecipazione tramite una fusione o una cessione d'azienda, sarebbero fortemente condizionati dalla volontà e dall'interesse di liquidazione dell'investitore. In aggiunta, sarebbero addirittura portatori di un interesse proprio in presenza di piani di incentivazione per l'esecuzione dell'operazione, ponendosi in tal caso una questione di compatibilità con quanto disposto ai sensi dell'art 2391 c.c. Per una più approfondita analisi sul 2391 c.c. v. M. VENTORUZZO, *sub art. 2391*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di P. MARCHETTI - L.A. BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI (2005); ma anche G.D. MOSCO - S. LOPREIATO, *Doveri e responsabilità degli amministratori e dei sindaci nelle società di capitali*, in *Rivista delle Società*, 2019, n.1.

Il *venture capitalist*, poi, essendo direttamente coinvolto nella gestione attiva delle società finanziate tramite VC e, in quanto socio, titolare di un diritto di voto nelle deliberazioni relative a una di queste operazioni in

D'altra parte, nel caso in cui invece la *trade sale* realizzata nella forma di cessione d'azienda non sia connessa ad un intento opportunistico del *venture capitalist*, non si rinvencono ragioni sufficienti a giustificare la previsione di limiti alla possibilità di procedervi, dovendosi piuttosto riconoscere all'investitore un'adeguata libertà di scelta in sede di disinvestimento.

Nonostante ciò, pur in assenza di previsioni normative espresse, si è consolidata per diritto vivente l'opinione secondo cui - così come nelle fattispecie di fusione e di co-vendita da trascinamento - anche la cessione di azienda attiva le protezioni offerte dalla disciplina del recesso.

Tale considerazione è principalmente il portato di un orientamento formatosi in sede giurisprudenziale ove, in relazione ad un patto parasociale in forza del quale il *venture capitalist* si riservava il diritto di fornire all'imprenditore istruzioni di voto vincolanti in sede assembleare, ai fini dell'approvazione di una delibera di fusione ovvero di un'altra operazione funzionalmente equivalente - come la cessione dell'azienda, considerata nelle S.r.l. sempre e comunque una modifica dell'oggetto sociale¹⁶⁰ indipendentemente da qualsivoglia indagine sull'elemento soggettivo del cessionario -, si è ritenuta pienamente applicabile la disciplina del recesso, elevata addirittura a forma di tutela avente natura inderogabile (Trib. Piacenza, 14 marzo 2016 e Trib. Milano, 8 febbraio 2018)¹⁶¹. A

ambito assembleare, cercherebbe di perseguire il proprio interesse personale, potendo ciò generare una situazione di conflitto di interessi *ex art. 2373 c.c.*

¹⁶⁰ Modifica dell'oggetto sociale che rientra espressamente tra le cause legittimanti l'esercizio del recesso nelle S.r.l., ma anche nelle S.p.A.

¹⁶¹ La giustificazione di tale impostazione si ricondurrebbe al fatto che il socio al quale sia "ordinato" di votare favorevolmente a una data operazione in grado di attivare il recesso e che si adegui alle istruzioni ricevute, si vedrebbe preclusa la possibilità di esercitare il diritto di recesso per difetto del presupposto del dissenso. Per tale ragione, un accordo di questo genere potrebbe rivelarsi problematico innanzitutto in ragione della sua riconducibilità alla fattispecie della c.d. "vendita del voto".

L'ostacolo principale alla possibilità di formalizzare un tal genere di accordo discenderebbe, se ci si conformasse all'impostazione attuale prevalente, dal fatto che esso sarebbe da qualificare alla stregua di un "patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso" e, pertanto, sarebbe da dirsi radicalmente nullo (*ex art. 2437, c. 6, c.c.*) per violazione della regola di garanzia operante in tema di recesso.

In realtà, se è vero che l'art. 2437, co. 6, c.c., letteralmente concernerebbe solo le clausole statutarie, esso viene ritenuto applicabile anche ai patti parasociali, peraltro spesso in modo diretto, senza, dunque, neppure invocare l'istituto della frode alla legge o ricorrere all'*analogia legis*. Sul tema v. C.A NIGRO- L. ENRIQUES, *Venture Capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*.

rafforzare tale convincimento è anche una parte della dottrina secondo la quale si arriva allo stesso risultato anche nell'ambito di una S.p.A. ogniqualvolta si sia in presenza di una modificazione sostanziale dell'oggetto sociale.

16. Problematicità del quadro regolatorio attuale

Alla luce del quadro delineato finora è possibile constatare come, a prescindere dalla forma in cui si realizza la *trade sale*, si pone un problema di equa valorizzazione; problema che non è possibile superare semplicemente optando per una modalità attraverso cui è possibile procedervi a scapito dell'altra, essendo ognuna, in forza del diritto scritto o del diritto vivente, in grado di attivare la protezione derivante dall'esercizio del diritto di recesso.

Ed allora, la potenzialità del diritto di recesso di operare come un diritto di veto tale da ostacolare, di fatto, la scelta del *venture capitalist* di procedere al disinvestimento, richiede di considerare quale sia il suo effettivo ambito di operatività o, comunque, se lo stesso possa in alcuni casi essere rimodellato alla luce di una serie di interessi meritevoli di tutela individuabili *ex ante*.

La questione ancora aperta deve essere valutata soprattutto dal punto di vista della capacità dell'autonomia privata di surclassare i profili di disciplina che sono ritenuti inderogabili; soluzione che sarebbe da ritenersi conforme alla tendenza delineatasi con la riforma del 2003 che sembra voler perseguire più forzatamente l'obiettivo di incentivazione dell'attività d'impresa mediante il riconoscimento di un più ampio margine di manovra lasciato agli interventi di natura privatistica.

Tale obiettivo si scontra nel concreto, però, con un diritto societario, quello italiano, che non presenta una particolare apertura verso soluzioni private che siano paragonabili a quelle affermatesi nell'ordinamento statunitense. Da ciò dipende l'esistenza di una serie di ostacoli scaturenti principalmente sia dall'interpretazione estensiva data alle regole di garanzia e di intangibilità che assistono l'attuale disciplina del recesso e che si ricollega alla volontà di ampliare quanto più possibile gli spazi di operatività della tutela apprestata

dall'istituto (oltre ai limiti derivanti da rimedi equivalenti al recesso, quale la previsione di un *floor* nella co-vendita da trascinamento); sia, soprattutto, dal rafforzamento del principio di equa valorizzazione in relazione a tutte le fattispecie che, come il recesso, rappresentano una modalità attraverso cui si realizza una forma di disinvestimento, senza che sia effettuata alcuna distinzione di sorta tra le stesse. Ad ogni modo, si tratta di presidi che dovrebbero operare come uno *standard* minimo di protezione dei soci dissenzienti, ma la cui inderogabilità, riconosciuta nel diritto vivente al di là di quanto emerge dallo stesso diritto scritto, ne renderebbe impossibile, in ogni caso, il superamento.

In conclusione, dal quadro regolatorio delineato è possibile constatare come, allo stato attuale, si ritengano anzitutto nulle, per contrarietà a norme imperative, tutte le previsioni negoziali¹⁶², astrattamente utilizzabili nel contesto della disciplina di una *trade sale* (a prescindere dal fatto se questa sia realizzata nella forma di un'operazione di fusione, di una c.d. co-vendita da trascinamento ovvero di una cessione d'azienda), che siano volte a limitare la possibilità per l'imprenditore di avvalersi, di fronte a tali operazioni, di una forma di tutela, quale quella scaturente dall'esercizio del diritto di recesso ovvero da rimedi allo stesso assimilabili, tra cui il c.d. "*floor*" nella co-vendita da trascinamento. Allo stesso modo, si ritengono nulle anche tutte le pattuizioni che consentano di seguire nella determinazione del valore di liquidazione del socio uscente criteri alternativi che si dimostrino non conformi a quelli previsti a favore del socio recedente, ciò derivando,

¹⁶²Ci si riferisce al tentativo di limitare l'esercizio del diritto di recesso tramite altre tecniche "surrogatorie". Tra di esse si considerano inammissibili i patti parasociali con cui l'imprenditore si impegna a non esercitare il diritto di recesso prima che ne vengano ad esistenza i presupposti, ossia a "rinunciare" preventivamente alla tutela da esso apprestata. Ciò si ricollegerebbe all'esistenza di un orientamento dottrinale, richiamato anche dalla giurisprudenza, secondo cui oggetto di rinuncia possono essere non già diritti "astratti", ma solo diritti "concreti", cioè attualmente riferibili al soggetto che in quel momento vi rinuncia (F.GALGANO, 2010).

Neppure sarebbe possibile, secondo questa impostazione, ricorrere all'espedito di attribuire al *venture capitalist* il diritto di acquistare, a un certo punto della relazione di affari, la partecipazione dell'imprenditore, in modo da escludere in radice che questi, per le operazioni che richiedono un voto in relazione all'operazione che concretizza la *trade sale*, sia nella posizione di esercitarlo, e, quindi, in definitiva, da eliminare la possibilità che, dissentendo, egli possa esercitare il recesso, ove previsto. Una pattuizione del genere, infatti, sarebbe anch'essa assoggettata, indipendentemente dalla forma organizzativa prescelta dall'impresa, al già richiamato principio di equa valorizzazione, con conseguente subordinazione della sua validità all'esplicita previsione, come si è detto, di un *floor* che rinvii ai criteri legali di determinazione del valore di rimborso in caso di recesso o comunque del pagamento di un importo determinato in adesione a quel principio (cfr. C.A. NIGRO- L. ENRIQUES, *Venture Capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*).

secondo l'impostazione della dottrina e della giurisprudenza maggioritaria, dalla rigidità che caratterizzerebbe i criteri di fonte legale e che non consentirebbe, pertanto, di derogarvi.

CAPITOLO IV

ANALISI E CRITICA

17. Una sistematizzazione dei dati positivi

Per quanto qui rileva, può convenirsi sulla configurazione del recesso come rimedio normalmente messo a disposizione dall'ordinamento a fronte di determinate tipologie di deliberazioni che incidono sulle caratteristiche originarie dell'investimento azionario. Detto in altri termini, si tratta di un mezzo di autotutela tipicamente riconosciuto a vantaggio del socio che non abbia acconsentito a variazioni delle regole che connotano la relazione societaria oppure il regime di disponibilità della partecipazione sociale¹⁶³.

La ricostruzione del quadro regolatorio attuale, così come precedentemente delineata, consente di rilevare, però, come l'eccessiva portata applicativa che si tende a riconoscere all'istituto possa tradursi in un vero e proprio impedimento alla creazione, nell'ordinamento domestico, di un vivace mercato di VC, stante il rischio di attribuire una tutela generalizzata all'imprenditore che sia in grado di incidere in modo dirompente sulla relazione societaria tra lo stesso e il *venture capitalist*; tutela generalizzata che è in grado di fungere da fattore ostativo anche nei confronti di *trade sale* che possano qualificarsi come inevitabili, così arrivando fino al punto di minare un interesse essenziale del *venture capitalist*: ossia l'interesse a procedere, in forza della *termination option*, ad un disinvestimento tempestivo.

¹⁶³ In tema di recesso v. G.F. CAMPOBASSO, in *Manuale di diritto commerciale*, vol II, Torino, UTET, 2020, pp. XXV- 700 - ove si rileva come l'operatività del principio maggioritario fa sì che l'interesse di gruppo prevalga sull'interesse del singolo azionista; il che ovviamente non significa che il potere dispositivo così riconosciuto alla maggioranza sia senza limiti. Ed invero, è necessario che siano rispettati dalla maggioranza i limiti posti dalle norme inderogabili nonché una serie di principi (quali quello della buona fede e correttezza o della parità di trattamento tra gli azionisti). Pertanto, in presenza di delibere modificative di particolare gravità, la minoranza è indirettamente tutelata dal riconoscimento di un diritto di recesso dalla società.

Ed allora, di fronte all'approdo giurisprudenziale¹⁶⁴ raggiunto nell'ordinamento statunitense in materia di *appraisal waivers* e, più nello specifico, sulla possibilità di prevedere *ex ante* una rinuncia alla possibilità dei soci dissenzienti di attivare la tutela offerta dall'*appraisal right*¹⁶⁵, si richiede di valutare se ad analogo risultato possa addivenirsi anche nel nostro ordinamento e se, quindi, la principale fonte di tutela del socio dissenziente¹⁶⁶, ossia il recesso, possa in talune situazioni essere disattivato in forza di un accordo tra le parti; accordo che può definirsi come "patto di rinuncia al diritto di recesso"¹⁶⁷ e che dovrebbe richiamare le c.d. *drag-along provisions* accreditate nell'ordinamento statunitense¹⁶⁸.

18. I patti di rinuncia al recesso

Quando si parla di patti di rinuncia al recesso ci si riferisce alla possibilità per le parti di concludere tra le stesse un patto parasociale che obblighi un socio, alternativamente o cumulativamente, a (i) esercitare, nel contesto dell'assemblea chiamata ad approvare una data delibera, il diritto di voto in conformità alle istruzioni fornite da un altro socio, autolimitando di conseguenza il suo diritto di avvalersi del diritto di recesso; ovvero (ii) semplicemente a non farne comunque esercizio, senza che siano specificate *ab initio* le

¹⁶⁴ Il riferimento è alla decisione della *Delaware Supreme Court* nel caso *Manti Holding LLC* (v. *supra* Capitolo II, § 12.3).

¹⁶⁵ V. *supra* Capitolo II, § 11

¹⁶⁶ Per un approfondimento in merito alla legittimazione all'esercizio del recesso e alla qualificazione del socio come dissenziente v. M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Rivista delle Società*, 2005, n. 2-3.

¹⁶⁷ Sul tema v. C.A.NIGRO- D.MALTESE, *Private equity, mergers e waiver dell'appraisal right: note su un caso statunitense con cenni all'esperienza italiana* - ove si rileva come, seppure le questioni di volta in volta affrontate sul punto siano diverse tra loro (si passa dal dibattito invalso in vigenza del codice di commercio sulla possibilità di prevedere *ex ante* statuti non contemplanti alcune cause di recesso, principalmente in materia di aumento di capitale, per arrivare alla discussione circa la possibilità, in vigenza del vecchio diritto societario, di considerare il consenso a una determinata delibera espresso in via extra-assembleare come rinuncia al diritto di recesso), si possa comunque rinvenire un punto di contatto tra le stesse. Infatti, in tutte le fattispecie considerate si perviene al risultato di escludere l'accesso del socio, esterno al processo decisionale, alla tutela accordata dal legislatore in relazione ad ipotesi legali di recesso, con ciò provocando una "rinuncia" ad essa.

¹⁶⁸ V. *infra*, Capitolo III, § 18.

modalità di espressione del voto.

In tema di rinuncia ad un diritto è possibile constatare la mancanza, sia nella formulazione attuale del Codice civile sia in quella del Codice di commercio del 1865, di una norma di carattere generale che disciplina l'istituto sul piano definitorio e funzionale, senza che ancora sia stata data risposta al quesito se tale "carenza normativa" sia da attribuire o meno alla volontà del legislatore. Nonostante tale lacuna legislativa, sebbene sia molto dubbia la possibilità che il contenuto e i confini della rinuncia siano definiti in via univoca e una volta per tutte, sembra però ammissibile l'individuazione di un "minimo comun denominatore", trattandosi in ogni caso, quando si parla di rinuncia, di un atto con il quale il titolare di una posizione attiva se ne spoglia volontariamente¹⁶⁹.

In materia di esercizio del diritto di recesso, il *focus* è sulla rinunciabilità di diritti futuri. Sul punto è importante constatare come, qualificando il diritto futuro alla stregua di un diritto soggettivamente non ancora venuto ad esistenza, in linea di principio, non si rinvengono dei limiti invalicabili alla possibilità di rinunciare a un diritto non ancora attuale dal punto di vista della titolarità, trovando ciò sostegno nella stessa disciplina civilistica che comunque consente di inserire nel contratto prestazione future *ex. art. 1348 c.c.* senza che a ciò si frappongano particolari divieti di legge¹⁷⁰.

Ad ogni modo, anche se fino a questo momento si è registrata una carenza di domanda del mercato per simili patti, tale atteggiamento di chiusura risulta essere il portato di convincimenti che si sono consolidati nel corso del tempo, ma che sono da ritenersi, alla luce dell'attuale stato delle cose, privi di un solido fondamento. Ed invero, le imprese sempre più di frequente segnalano la loro considerazione del recesso come di una tutela ormai "eccessiva" che dovrebbe essere in talune circostanze suscettibile di disattivazione; posizione che è da ritenersi pienamente condivisibile anche tenuto conto di una serie di argomentazioni.

¹⁶⁹ Sul tema v. L. BOZZI, *La negoziabilità degli atti di rinuncia*, Giuffrè, 2008, pp. XI-228.

¹⁷⁰ Sul punto v. C. COPPOLA, *La rinuncia dei diritti futuri*, Giuffrè, 2005, pp. XI-308.

18.1 L'argomento storico

Dopo la sua introduzione nel primo codice del Regno d'Italia (nel 1865)¹⁷¹, il diritto di recesso ha dato adito sin da subito alla questione circa la sua derogabilità, registrandosi un dibattito sul punto già a partire dal 1882, con l'introduzione del nuovo Codice di commercio, che segnò la qualificazione dell'istituto come strumento di reazione e protezione della minoranza nei confronti di decisioni potenzialmente dannose prese dalla maggioranza.

18.1.1 Il recesso a partire dal Codice di commercio del 1882

In particolare, nel Codice di commercio del 1882 il recesso era disciplinato all'art. 158 co. 3, che riconosceva la titolarità dell'esercizio del diritto di recesso ai soci "dissenziati" rispetto alle deliberazioni concernenti la "prorogazione" della durata della società, la fusione, la reintegrazione o aumento del capitale ed il cambiamento dell'oggetto sociale. Le circoscritte ipotesi in cui si ammetteva l'operatività del recesso traducevano pienamente la considerazione dell'istituto, all'epoca affermata, alla stregua di un rimedio residuale; d'altronde, lo stesso approccio emergeva chiaramente anche nella relazione al codice, in cui l'istituto era spiegato come una facoltà eccezionale concessa a salvaguardia di chi "dopo aver concorso con una somma determinata ad una società avente un certo scopo, si ritrova in una società diversa". Nella relazione si precisava poi che tale diritto "sarebbe dannoso se potesse venire abusato dovendo quindi essere ristretto entro certi limiti rigorosi"¹⁷².

E allora, la ricostruzione data in questi termini al diritto di recesso, spiega perché la stessa formulazione letterale dell'art. 158 co. 3 subordinasse la legittimazione ad attivare la

¹⁷¹ Nel Codice di commercio del 1865, all'art 164, il diritto di recesso era riconosciuto ai soci in caso di mancato adempimento dei termini fissati per il deposito e la pubblicazione degli atti; causa di recesso, quindi, del tutto estranea, fino a quel momento, all'esigenza di rispondere a istanze di protezione della minoranza (Cfr. L.BORSARI, *Codice di commercio del Regno d'Italia annotato*).

¹⁷² Cfr. G.GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO E G.B. PORTALE, Vol. VI, Torino, UTET, 1993, pp. X-459.

tutela offerta dall'istituto alla circostanza che le deliberazioni costituenti cause legali di recesso non fossero già state preventivamente approvate dall'atto costitutivo¹⁷³.

Detto in altri termini, la codificazione, innovando rispetto all'impostazione precedente, prevedeva, accanto al riconoscimento di un diritto di recesso a favore dei soci esterni al processo decisionale, un meccanismo di "acconsentimento" statutario in forza del quale si era consolidata la prassi di predisporre statuti privi di una o più delle cause di recesso contemplate dalla legge; e ciò anche sulla base del convincimento invalso per cui sarebbe stato possibile assentire *ab initio* alle delibere strumentali alla esecuzione di una delle operazioni indicate nella disposizione, rinunciando *ex post* all'eventuale esercizio del diritto di recesso.

Nel senso di una modulazione della disciplina si collocano anche la L.431/1915 e il R.D. 75/1923 con cui il legislatore provvide, limitatamente alle ipotesi di aumento di capitale e di fusioni deliberate entro lo stesso anno d'entrata in vigore del provvedimento, alla sospensione del recesso allo scopo di favorire le dinamiche societarie che si erano in quegli anni fortemente intensificate. Più nello specifico, per l'ipotesi attinente alla sospensione nel caso di fusione, si era osservato come l'esclusione dal novero delle cause legali di recesso trovasse la sua ragion d'essere nel riconoscimento della particolare importanza economica dell'operazione, da cui discendeva la considerazione secondo cui quell'atto dovesse assorbire ogni altra operazione, pur rilevante, che avvenisse contemporaneamente¹⁷⁴.

La prassi invalsa con il Codice di commercio del 1882 e le novità legislative intervenute successivamente si sono mostrate tali da sollecitare l'intervento della dottrina che, pur

¹⁷³ In realtà l'inciso "se non è acconsentita nell'atto costitutivo", stando alla formulazione della norma, avrebbe dovuto essere riferito soltanto al caso di proroga, ma si era affermata piuttosto la convinzione che quella formula fosse espressione di un principio generale. Sul punto v. D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Giuffrè, 2000, pp. XIX-546.

¹⁷⁴ In entrambe le leggi veniva tuttavia mantenuta la tutela offerta dal recesso soltanto quando la fusione avesse importato il cambiamento dell'oggetto sociale, mentre qualora le società fossero coinvolte in un'operazione di tal genere senza cambiamento del loro oggetto non sarebbe stato riconosciuto ai soci assenti o dissenzienti il diritto di recesso (art. 1 del D. L. n. 75 del 1923).

dividendosi sul punto, ha sin da subito evidenziato la vivacità del tema; vivacità che è giunta fino ai giorni nostri e che continua ad alimentare il dibattito.

18.1.1.1 La tesi a favore della rinunciabilità

Da un lato c'era chi sostenne fortemente la piena validità della previsione di una rinuncia al recesso, configurando lo stesso istituto come una tutela in grado, in taluni casi, di risultare “*eccessiva*”, oltre che capace di ostacolare interessi prevalenti¹⁷⁵. In particolare, la dottrina favorevole ad una rimodulazione dell'istituto sosteneva che lo stesso si delineasse come un diritto individuale, concesso per tutelare l'interesse particolare del singolo socio nei confronti della maggioranza e che, pertanto, non costituendo elemento essenziale del contratto di società, dovesse essere considerato un diritto rinunciabile mediante la previsione di un'apposita clausola statutaria¹⁷⁶.

18.1.1.2 La tesi contraria alla rinunciabilità

Su un versante opposto c'era, però, chi criticava una ricostruzione in senso così lasco dell'istituto, considerando il recesso uno strumento necessario per frenare eventuali decisioni della maggioranza che avrebbero potuto incidere in modo significativo sulla partecipazione del socio dissenziente al capitale della società. In particolare, in base a

¹⁷⁵ Tale complessiva valutazione dell'istituto era ascrivibile, per la precisione, a Scialoja, il quale, in merito alle vicende attinenti alla legge 431/1915, considerava la società anonima “lo strumento necessario del grande capitale per le grandi imprese”; e, pertanto, riteneva contraddittorio pretendere “che la forza unitaria collettiva delle grandi società anonime debba essere indebolita per una eccessiva cura degli interessi o dei capricci dei minuscoli azionisti», in contrasto con «i fini, le ragioni e le esigenze indeclinabili della moderna organizzazione e funzione dei capitali». Cfr. A. SCIALOJA, “*La lunga storia di una breve legge*”, in ID. *Saggi di vario diritto*, vol. II, Società Editrice del Foro Italiano, pp. 471.

¹⁷⁶ Tali considerazioni risultano essere ancora oggi decisamente attuali ed è per questo opportuno richiamarle. Ed invero, è pienamente condivisibile l'impostazione che si era fatta strada secondo cui l'operatività del principio maggioritario non potesse essere limitato semplicemente alla luce di una volontà individuale che si muove in senso contrario, essendo il diritto di recesso tale da condurre ad un distacco definitivo dall'organizzazione societaria, sostanziandosi nella forma più estrema e penetrante di tutela individuale. Ecco perché risultava (e risulta) opportuno contenere questo istituto entro limiti ben precisi che siano coerenti con le ragioni che di volta in volta vengono ad esistenza e che considerino, talvolta, anche la possibilità di rinunciarvi.

questa impostazione, pur essendo entro certi limiti negoziabile, il recesso era inteso alla stregua di un istituto di ordine pubblico che non poteva essere negato agli azionisti né dallo statuto né dall'assemblea e, quindi, in quanto tale, da considerarsi irrinunciabile.

18.1.2 La regola di garanzia del '42

Tale ultima concettualizzazione del diritto di recesso, seppure in un primo momento si diffuse così tanto da influenzare i tentativi di una nuova codificazione risalenti al 1922 nell'ambito dei quali si riconosceva la sua natura statutariamente "insopprimibile", subì poco dopo un ridimensionamento con l'adozione del codice del 1942.

Ed invero, con la codificazione del 1942, contenente la disciplina dell'istituto del recesso soltanto per il tipo legale società per azioni - essendo invece circoscritta la disciplina in materia nelle società a responsabilità limitata alla sola previsione, contenuta nell'art. 2494 c.c. (anteriforma)¹⁷⁷, di un rinvio espresso a quanto disposto per le prime - si preferì adottare un approccio meno "limitante" caratterizzato sì dalla previsione di fattispecie inderogabili di recesso, assistite dalla regola di garanzia di cui all'art. 2437 co.6 formalizzante una riserva statutaria, ma al contempo mitigate, al fine di ridurre al minimo le possibilità di interferenze nel rapporto societario, dal ridotto numero di situazioni in cui il socio esterno al processo decisionale avrebbe potuto avvalersi di tale diritto.

E così, al ventaglio limitato di ipotesi previste dall'art. 2437 c.c., tra cui non figurava e tutt'oggi non figura espressamente l'ipotesi di fusione, in presenza delle quali il socio di S.p.A. avrebbe potuto esercitare il diritto di recesso, si accompagnava il convincimento, pressoché unanime, secondo cui questo ventaglio non potesse essere allargato attraverso l'inserimento in statuto di ulteriori cause di recesso¹⁷⁸.

¹⁷⁷ L'art. 2494 c.c. fissava le modalità di liquidazione della quota del socio receduto in termini che risultavano particolarmente penalizzanti, soprattutto per le società non quotate in borsa, per le quali la norma faceva riferimento come parametro al "patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio".

¹⁷⁸ E lo stesso ragionamento si riteneva direttamente applicabile anche alle società a responsabilità limitata in assenza a quel tempo, e fino alla riforma delle società di capitali introdotta nel 2003, di una disciplina autonoma che valesse esclusivamente per quel tipo societario. Cfr. V.DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P.ABBADESSA – G.B. PORTALE, Vol. I.

Dal quadro così delineato è possibile allora desumere come, nel sistema del Codice civile del 1942, l'istituto del recesso del socio di società di capitali avesse uno spazio ed un ruolo assolutamente marginali, non riuscendo pertanto a ricoprire un ruolo effettivo all'interno del sistema societario¹⁷⁹ e venendo piuttosto considerato un istituto singolare ormai condannato, per parte della dottrina, ad un definitivo tramonto¹⁸⁰.

Tale impostazione si è modificata nel tempo fino ad arrivare alla L. 366/2001 che ha affidato al governo la riforma della società di capitali, entrata in vigore nel 2003; riforma realizzatasi mediante un'innovazione della disciplina del recesso nelle S.p.A.¹⁸¹, a cui si è accompagnato il riconoscimento, all'art. 2473 c.c., di un diritto di recesso - e, in generale, di *exit* - ai soci di società a responsabilità limitata, in una serie di ipotesi, tra cui anche quella relativa alla deliberazione di un'operazione di fusione di società quotate e non quotate a cui gli stessi non abbiano acconsentito¹⁸².

¹⁷⁹ Ancora cfr. V.DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P.ABBADESSA - G.B. PORTALE.

¹⁸⁰ Sul tema v. F.ANNUNZIATA, *sub art. 2437 c.c.*; ma anche, perentoriamente, G. NICCOLINI, *Recesso per giusta causa del socio di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, n.2 - secondo il quale "il recesso del socio è istituto condannato, se non proprio ad un inesorabile declino, a ricoprire, nella prassi, un ruolo del tutto marginale e di trascurabile rilievo".

¹⁸¹ In particolare, l'art. 4, comma 9, lett. d) della Legge delega stabiliva che la riforma dovesse, relativamente alle società per azioni, "rivedere la disciplina del recesso, da un lato prevedendo per lo statuto la possibilità di introdurre ulteriori fattispecie di recesso a tutela del socio dissenziente, dall'altro individuando criteri di calcolo del valore di rimborso adeguati rispetto alla tutela del recedente".

¹⁸² Il legislatore delegante ha mostrato quindi l'intenzione di attribuire al recesso un ruolo molto più significativo rispetto alla disciplina previgente; intenzione che è stata condivisa dal legislatore delegato il quale, muovendosi nell'ambito di manovra lasciatogli, ha delineato una disciplina che si discosta da quella precedente e che risulta più ampia e strutturata. Quindi, la riforma si è mossa in una direzione opposta rispetto all'impostazione tradizionalmente seguita - dal Codice di commercio del 1982 al Codice civile del 1942 - che si caratterizzava, invece, per una forte contrazione dell'istituto. Sul tema cfr. F.ANNUNZIATA, *sub art. 2473 c.c.*; nonché A.SCIALOJA, *In tema di recesso nelle società a responsabilità limitata*.

18.1.3 La regola di intangibilità del 2003

Quindi, se fino a quel momento, in base alle considerazioni appena svolte, è fuori dubbio che l'istituto del recesso fosse configurato come un rimedio eccezionale, tale prospettiva sembra essersi modificata con l'intervento riformatore del 2003. Seppure anche questa volta, come già avvenuto con la codificazione del 1942, oggetto dell'intervento furono soltanto le disposizioni statutarie e non le previsioni parasociali, rispetto alla disciplina previgente è emerso in modo dirompente la volontà del legislatore di rafforzare e ampliare la portata dell'istituto.

La rivoluzione intervenuta in seno all'istituto del recesso con la riforma non si è tradotta soltanto in un ampliamento delle ipotesi in cui è stato assicurato al socio dissenziente il diritto di uscire dalla società o nel riconoscimento di un trattamento più generoso sul piano economico/patrimoniale in sede di liquidazione delle sue azioni - avendo l'intervento normativo in questione realizzato anche una modifica dei criteri di determinazione del valore delle azioni del socio recedente¹⁸³ -, ma ha comportato anche un radicale cambiamento nella funzione che lo stesso assolve¹⁸⁴.

In questa ventata riformatrice è stata la S.r.l. ad esserne principalmente incisa; ed invero, il legislatore a cui è stata delegata la riforma del 2003, considerando gli strumenti di tutela

¹⁸³ Una grande novità della riforma sta proprio nella modifica dei criteri di liquidazione della quota del socio recedente, anche se in realtà la stessa è stata significativa solo per il caso di società le cui azioni non sono quotate su un mercato regolamentato. Ed invero, mentre nel caso di azioni quotate il criterio di valutazione, di cui all'art. 2437 *ter* co.3, è rimasto quello anteriforma fortemente penalizzante per il socio recedente (il riferimento è cioè "alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso") con alcuni aggiustamenti; per le azioni non quotate invece il criterio, prima fondato sulla proporzione rispetto al patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio, è stato sostituito dal nuovo art. 2437-*ter* co.2 che impone di determinare il valore tenendo conto della "consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni stesse". Ciò si spiega in ragione della presa di coscienza da parte del legislatore circa l'incapacità del bilancio di fungere da parametro per determinare il valore reale delle azioni (V.DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso).

¹⁸⁴ Ed invero, si eleva il diritto di recesso non soltanto a via d'uscita del socio davanti a decisioni o fatti capaci di incidere in modo sensibile sul rischio di investimento, ma lo stesso diviene anche a strumento in grado di attivare una dialettica endosocietaria, ossia una rinegoziazione del programma societario. Si tratterebbe, quindi, di un istituto che assurge sia a strumento di *exit* che a strumento di *voice*. Sul tema cfr. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Rivista delle Società*, 2005, n.2/3.

obbligatoria (quali il risarcimento del danno) come aventi una scarsa efficacia deterrente, al fine di estendere la sfera di operatività del recesso, è intervenuto *in primis* mediante la previsione per le S.r.l. di un *corpus* autonomo di norme in materia tra le quali, pur non potendosi parlare chiaramente di una regola di garanzia assimilabile a quanto disposto dall'ultimo comma dell'art 2437 c.c., è possibile constatare l'introduzione di una regola di intangibilità al co.1 dell'art. 2473 c.c. espressa nella formula "in ogni caso" che, secondo l'interpretazione maggioritaria, dovrebbe tradursi nell'impossibilità, per l'atto costitutivo, di escludere il recesso nei casi contemplati dalla stessa disposizione¹⁸⁵.

La riforma, però, dedicando particolare attenzione alle concrete possibilità di disinvestimento e cercando di rafforzare la considerazione dell'istituto del recesso alla stregua di un meccanismo in grado di attivare una forma di negoziazione endosocietaria tale da incidere sulle scelte imprenditoriali della società¹⁸⁶, si è spinta ancora oltre mediante una vera e propria valorizzazione dell'autonomia statutaria tradottasi nella possibilità per i soci, fino a quel momento esclusa, di introdurre ulteriori cause di recesso rispetto a quelle legali.

Ed è proprio alla luce dell'ampio spazio riconosciuto all'autonomia negoziale, concretizzatosi nella facoltà per le parti di estendere le cause di recesso, che non si spiega

¹⁸⁵ Sul tema v. F. ANNUNZIATA, *sub art. 2473 c.c.* - ove si evidenzia come il comma 1 dell'art. 2473 c.c. individuerrebbe un nucleo minimo essenziale di tutela che non può essere compreso dall'atto costitutivo stante la formula "in ogni caso" alla quale si tenderebbe a riconoscere una portata analoga alla regola di garanzia di cui all'ultimo comma dell'art 2437 c.c. La disposizione, quindi, secondo tale impostazione, dovrebbe interpretarsi nel senso di riconoscere ai soci un diritto di recesso in tutti i casi in cui gli stessi abbiano espresso il loro dissenso a una delle deliberazioni previste dal co.1, senza che l'atto costitutivo possa ostacolarne l'esercizio. Per di più, quanto alla situazione nella quale il diritto di recesso sia reso più gravoso (ipotesi espressamente prevista solo per le S.p.A), si tende a riconoscere che anche tale ipotesi non sia ammessa nei confronti delle fattispecie obbligatorie di recesso previste per la S.r.l, con la precisazione, però, che per queste ultime la regola ha una portata più limitata stante il maggior grado di autonomia riconosciuta in tale tipo societario ai privati.

¹⁸⁶ Per un approfondimento sulla riforma del 2003 v. C.ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*- ove si rileva come l'incisività del recesso sia desumibile dal fatto che lo stesso implica la necessità di rimborsare anzitutto la partecipazione; inoltre può addirittura condurre allo scioglimento della società quando, in assenza dell'acquisto della partecipazione che ne è oggetto da parte degli altri soci, non sia nemmeno possibile l'acquisto a carico del patrimonio sociale non essendovi riserve disponibili da impiegare oppure in quanto i creditori si sono opposti al procedimento di riduzione del capitale sociale. È soprattutto in tali situazioni estreme che il recesso diviene uno strumento con cui il socio dissenziente tenta di costringere la maggioranza a negoziare con lui.

la ragione per la quale la stessa apertura non dovrebbe tradursi anche nel riconoscimento di una facoltà per i soci di prevedere in un patto parasociale la possibilità di rinunciarvi.

Al contrario, il *favor* mostrato dalla riforma verso l'autonomia privata risulta tale da incidere sul regime inderogabile della disciplina societaria andando a realizzare una riduzione dell'ambito di operatività dei suoi istituti. Essa, infatti, dichiaratamente si propone di favorire l'efficienza e lo sviluppo imprenditoriale del paese, rimuovendo allo scopo ogni ostacolo che non appaia assolutamente necessario (cfr. art. 2, lett. «a» e «b», legge-delega); e allora, coerentemente a questo scopo sarebbe preferibile che le parti siano lasciate libere di definire contrattualmente le loro reciproche intenzioni, perché di queste nessuno può pretendere di essere miglior garante che i diretti interessati.

Nel senso di riconoscere la validità di patti di rinuncia al recesso è anche la valutazione circa il minore, o quasi nullo, impatto che un accordo di questo genere avrebbe sull'organizzazione societaria rispetto a quello scaturente dall'esercizio dell'autonomia statutaria ai fini della previsione di nuove cause di recesso. Mentre, infatti, la previsione a livello parasociale produce effetti esclusivamente tra le parti senza interferire sul funzionamento della società, la previsione statutaria, avendo efficacia reale, vincolerebbe tutti i soci indistintamente, concretizzandosi in una forma di *exit* definitiva che pone chi lo utilizza per sempre al di fuori della relazione societaria.

Dal quadro così delineato emerge come la disciplina scaturita all'esito dell'intervento riformatore risulta sotto più profili suscettibile di contestazione per la sua impronta tendenzialmente radicale e la ricostruzione in termini eccessivamente ampi dell'istituto; ricostruzione che mal si concilia, anche alla luce dell'evoluzione storica del recesso, con il ruolo che, dapprima il Codice di commercio del 1882 e in seguito il Codice civile del 1942, sembrano volere riconoscere allo stesso.

Anche perché, sembrando intento della riforma del 2003 quello di perseguire l'obiettivo di rafforzare la stabilità delle delibere assembleari mediante il ricorso a diverse tecniche - che vanno dalla riduzione delle cause di invalidità al declassamento di cause di nullità in ipotesi di annullabilità, fino ad arrivare alla possibilità di convalidare le deliberazioni nulle -, poco coerente è l'atteggiamento adottato nei confronti del recesso; l'agevolazione

del suo esercizio, infatti, invece di favorire tale stabilità rischia, al contrario, di sacrificarla, essendo, quindi, solo fonte di incertezza.

Ed allora, è proprio la natura definitiva del recesso, alla luce della quale dovrebbe giustificarsi la sua qualificazione di un rimedio di *extrema ratio*, che dovrebbe indurre a sostenere come, invece, la funzione centrale attualmente riconosciutagli in sede di disinvestimento si presenti come un fattore critico del nuovo diritto societario, avendo la riforma del 2003 perso l'occasione di ponderare l'applicabilità dell'istituto¹⁸⁷.

18.2 L'argomento letterale

Oltre alle considerazioni di ordine storico che consentono di tracciare quale sia stata l'origine e come si sia evoluto l'istituto in esame, anche l'analisi letterale delle disposizioni rilevanti, ossia dell'art. 2437 c.c. e dell'art. 2473 c.c., si muove nella direzione di dimostrare la necessità di seguire in materia un approccio più flessibile.

18.2.1 Interpretazione della regola di garanzia

Partendo dal recesso esercitabile nell'ambito di una S.p.A. ex art. 2437 c.c. e guardando al testo della disposizione, si fece strada, sin dai primi momenti a partire dall'introduzione della codificazione del '42, un orientamento che riconosceva l'ammissibilità di una sua mitigazione.

Il dato da cui partire è l'interpretazione da attribuire alla formula "è nullo ogni patto che esclude il diritto di recesso o ne rende più gravoso l'esercizio" in cui si sostanzia la regola di garanzia. Ed infatti, se è vero che questa disposizione è stata introdotta allo scopo di porre fine al dibattito sviluppatosi intorno all'art. 158 del Codice di commercio del 1982 sulla possibilità di prevedere, come precedentemente rilevato, delle ipotesi di rinuncia

¹⁸⁷ Cfr. D. GALLETI, *sub art. 2437 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MEFFEI ALBERTI, Vol. II, Cedam, 2005, pp.3050.

statutaria all'esercizio del diritto di recesso, negandone la validità, la sua stessa formulazione, avendo dato seguito ad opinioni contrastanti, risulta tuttavia "un oggetto scomodo"¹⁸⁸ che esige alcuni chiarimenti.

Per una parte della dottrina, il divieto scaturente dalla regola di garanzia avrebbe dovuto applicarsi, a causa della genericità dell'espressione "patto" utilizzato dalla norma, anche all'impegno assunto da parte di un socio a livello parasociale a non esercitare il diritto di recesso per specifiche tipologie di deliberazioni. Al contrario, secondo un diverso orientamento, appariva del tutto contestabile sostenere che una norma, quale l'art. 2437 co.6 c.c., solo per il fatto di avere un oggetto indefinito, potesse essere tale da legittimare l'applicazione della sanzione della nullità indistintamente tanto a previsioni statutarie quanto ad accordi raggiunti tra le parti, essendo questi ultimi, a differenza dei primi, produttivi di effetti solo tra le stesse.

Guardando alla lettera della disposizione, nella formulazione assunta dopo la riforma del 2003, sembra doversi preferire la seconda interpretazione e concludersi nel senso che la norma non vada a ricomprendere acriticamente nel concetto di "ogni patto" anche le pattuizioni parasociali in discorso, dovendosi, invece, considerare l'interesse sottostante alle stesse pienamente meritevole di tutela.

Ed invero, nel disciplinare l'istituto, la norma si riferisce espressamente soltanto allo statuto riconoscendo allo stesso la possibilità di incidere in vario modo sull'esercizio del diritto di recesso; sia escludendo la possibilità dei soci di attivare tale tutela per alcune deliberazioni specifiche¹⁸⁹ sia riconoscendo allo stesso la possibilità di modificare i termini del suo esercizio¹⁹⁰, fino ad arrivare ad attribuire all'autonomia statutaria la facoltà di introdurre ulteriori cause legittimanti la sua attivazione¹⁹¹.

¹⁸⁸Cfr.D. Galletti, *Il recesso nelle società di capitali*.

¹⁸⁹ Ci si riferisce all'art. 2437 co. 2 c.c. ai sensi del quale "salvo che lo statuto disponga diversamente, hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso all'approvazione delle deliberazioni riguardanti:

a) la proroga del termine;

b) l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari.

¹⁹⁰ Cfr. art. 2437 co.3 stabilisce che "lo statuto delle società chiuse costituite a tempo indeterminato possa derogare al termine previsto per l'esercizio del recesso *ad nutum*".

¹⁹¹ Cfr. art. 2437 co.4: "lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere ulteriori cause di recesso".

Se poi si considera la stessa collocazione della disposizione tra gli articoli relativi alle modificazioni statutarie (artt. 2436-2447 c.c.), risulta ancor di più priva di fondamento l'estensione della disciplina a qualsiasi pattuizione intercorrente soltanto tra i soci e regolante, quindi, esclusivamente la relazione tra gli stessi.

18.2.2 Interpretazione della regola di intangibilità

Così come per la regola di garanzia, l'indagine sul tenore letterale della regola di intangibilità, introdotta con la riforma del 2003 per le S.r.l., conduce a risultati simili. La centralità riconosciuta allo statuto emerge già dalle prime battute dell'art. 2473 c.c. che riserva all'atto costitutivo la determinazione delle situazioni e delle modalità con le quali il socio può recedere dalla società.

Il fatto stesso, poi, che la regola di intangibilità, espressa dalla formula "in ogni caso", sia a livello strutturale ricompresa nello stesso periodo, subito dopo il riferimento all'atto costitutivo di cui sopra, dovrebbe eliminare ogni dubbio circa il fatto che questa sia collegata esclusivamente alla prima parte della disposizione e che sia, dunque, funzionalmente volta a riconoscere al socio un diritto di recesso "a prescindere" dalle scelte fatte dai privati in punto di conformazione dello stesso.

A rilevare, quindi, anche alla luce della collocazione della norma tra le disposizioni che definiscono i limiti di ammissibilità di previsioni di esclusione nell'atto costitutivo, è soltanto la materia statutaria e la definizione degli spazi di cui l'autonomia privata gode sul piano dell'atto costitutivo; senza che ci sia alcun riferimento ai patti parasociali che possa giustificare la previsione di limiti al potere delle parti di utilizzare tale strumento per derogare alla disciplina sul recesso.

18.3 L'argomento funzionale

Oltre all'argomento storico e letterale, risulta opportuno guardare anche allo scopo perseguito dalla disciplina sul recesso.

È fuori dubbio che, sin dalla sua introduzione, l'istituto abbia assunto la funzione di uno strumento di tutela degli interessi dei soci esterni al processo decisionale, consentendo agli stessi di opporsi ad operazioni adottate, al di fuori della loro volontà, dalla maggioranza e potenzialmente in grado di incidere in modo radicale sulla partecipazione societaria.

Sebbene questa sia la *ratio* principale della disposizione, non è comunque possibile escludere che l'istituto in esame si scontri in concreto con esigenze ulteriori e altrettanto meritevoli di tutela che necessariamente impattano sulla sua operatività. In verità, tra le diverse esigenze che vengono in gioco, emerge in modo distintivo quella rappresentata dalla necessità di salvaguardare l'integrità del capitale sociale e, più in generale, la stabile destinazione delle risorse sia umane che finanziarie al sostegno dell'attività di impresa; esigenza a protezione della quale diviene irrinunciabile una modulazione dell'istituto.

La realizzazione di un bilanciamento tra contrapposti interessi non è comunque estranea alla logica che ha informato da subito la disciplina del recesso, registrandosi tale propensione già in sede di ricostruzione della disciplina così come operata nella codificazione del 1942.

Ed invero, il ridotto numero di ipotesi in relazione alle quali quella codificazione legittimava i soci all'esercizio del recesso trovava tra le sue ragioni giustificatrici la considerazione per cui una disciplina eccessivamente generosa avrebbe potuto mettere a rischio l'integrità del capitale sociale, implicandone potenzialmente il suo esercizio una riduzione. Quindi, attraverso la qualificazione del recesso come rimedio eccezionale, si voleva ricondurre al minimo la possibilità che si potesse procedere ad una forma di disinvestimento parziale ossia ad una riduzione delle risorse a disposizione di strutture societarie che decidessero di rimanere attive sul mercato.

Al contrario, la riforma del 2003, coerentemente all'approccio più estensivo adottato nei confronti dell'istituto che giunge fino a snaturarlo, sembra non tenere in debito conto tale esigenza, partendo dall'assunto che la salvaguardia dell'integrità del capitale sarebbe un problema non così rilevante sia in ragione del fatto che non sempre il recesso implica una riduzione dello stesso sia sulla base del convincimento che le risorse sottratte all'investimento potrebbero essere, senza particolari difficoltà, reinvestite.

Tali considerazioni risultano, però, non pienamente condivisibili essendo ancorate ad argomentazioni che si rilevano eccessivamente generiche e non sufficienti a giustificare l'accrescimento *ad libitum* della tutela che l'istituto offre; tra l'altro senza che vengano considerate le variabili e le specificità del caso concreto che potrebbero avere un forte impatto sull'organizzazione societaria ed esigere, pertanto, un adattamento della disciplina in esame.

L'esempio a cui si può fare riferimento è proprio l'investimento tramite VC rispetto al quale un'estrema rigidità nel definire l'ambito di operatività del recesso risulterebbe senza dubbio eccessivo. Infatti, i tratti distintivi di tale forma di investimento e la centralità della fase del disinvestimento tramite *trade sale* sono inconciliabili con la considerazione dell'istituto così come emersa dopo la riforma del 2003; oltre al fatto che un atteggiamento di chiusura rispetto alla possibilità di rinunciare risulta addirittura priva di utilità quando le parti (ossia *venture capitalist* e imprenditore) abbiano proceduto *ex ante* ad una negoziazione circa la scelta di realizzare in futuro una specifica operazione (si pensi al caso della fusione strumentale ad una *trade sale*).

Ed allora, non si può non considerare se i soggetti tutelati dalla disciplina del recesso e, in particolare, dalle regole di garanzia e intangibilità non siano soltanto i soci esterni al processo decisionale, ma anche gli stessi creditori, rispondendo inoltre l'istituto ad una funzione informativa volta a rendere edotta la classe degli investitori delle condizioni fondamentali dell'investimento e, soprattutto, dell'evenienza che in certi casi potrebbe subirsi, in forza dell'esercizio di tale forma di tutela, una diminuzione nel valore dello stesso.

Quindi, se si condividesse la tesi secondo cui l'istituto farebbe fronte anche al problema

di rendere conoscibili tutte le circostanze che siano in grado di incidere sulla stabilità del rapporto societario, tale argomento militerebbe a favore della non riconducibilità dei patti parasociali di rinuncia al recesso nell'ambito di applicazione della regola di garanzia e di intangibilità; ciò in ragione del fatto che si tratta di accordi che vincolano solo le parti dell'accordo senza incidere e vincolare direttamente la società che, appunto, rimane terza ed estranea rispetto agli stessi.

18.4 L'argomento sistematico

Le argomentazioni svolte finora a sostegno della legittimità della previsione di patti parasociali di rinuncia al recesso devono necessariamente passare per un giudizio di compatibilità con l'attuale sistema societario.

Tra le ragioni che spingono la dottrina maggioritaria ad affermare la contrarietà all'ordinamento di tale categoria di accordi vi è la loro assimilazione alla disciplina del patto leonino di cui all'art. 2265 c.c.; norma che ricorre anch'essa, così come il 2437 c.c., all'espressione generica "patto" riferibile, secondo l'orientamento seguito dalla maggioranza degli interpreti¹⁹², sia alle previsioni statutarie sia alle pattuizioni parasociali.

Sembra, pertanto, che nel definire l'ambito operativo delle regole di garanzia e di intangibilità vi sia stata un'acritica applicazione delle stesse argomentazioni prospettate in tema di patto leonino senza però che, erroneamente, sia stata tenuta in considerazione la differente natura delle due convenzioni prese in esame.

¹⁹² Le posizioni sono riconducibili a due orientamenti principali: un primo orientamento secondo il quale il divieto di cui all'art. 2265 c.c. colpirebbe direttamente anche i patti parasociali (ed è, oggi, l'orientamento prevalente in dottrina); un secondo orientamento a mente del quale, invece, il patto parasociale in contrasto col divieto di patto leonino sarebbe stato colpito da nullità per frode alla legge ai sensi dell'art. 1344 c.c. Una posizione più moderna, ancorché isolata, è quella di E.BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Giuffrè, 2004, pp.84 - per il quale il divieto in parola non si applicherebbe ai patti parasociali. In questo senso v. anche Cass. 4 luglio 2018, n. 17498.

18.4.1 Il patto leonino e i patti di rinuncia al recesso: un confronto

Al fine di addivenire ad una giustificazione circa la previsione di un trattamento differenziato, risulta opportuno chiarire quali siano stati i diversi passaggi che hanno condotto all'assunzione di tale atteggiamento onnicomprensivo in merito alla fattispecie del patto leonino, per poi valutare se lo stesso possa valere indistintamente anche per quella dei patti di rinuncia.

Il divieto di patto leonino ha per la prima volta fatto ingresso nel nostro ordinamento societario con il codice del 1865 che lo disciplinava all'art. 1719, il quale risultava articolato in due commi - l'uno relativo al divieto di esclusione di un socio dagli utili e l'altro al divieto di esclusione dalle perdite - a cui la dottrina prevalente¹⁹³ riconosceva una diversa portata. Mentre per il primo si escludeva un'interpretazione estensiva essendo dai più considerato un divieto che dovesse applicarsi esclusivamente ai casi in cui un socio fosse escluso da ogni tipo utile; l'ipotesi di esclusione dalle perdite si riteneva oggetto di un ambito di applicazione più ampio stante anche la logica antiusuraria che confermava l'interpretazione della norma nel 1865.

Tale impostazione è stata però abbandonata con la codificazione del 1942 e con la nuova formulazione assunta dall'art. 2265 in tema di patto leonino che, superando la divisione in commi precedentemente adottata, sembra voler indicare in maniera non equivoca il carattere speculare dei due divieti contenuti nella disposizione. La nuova interpretazione sembra, poi, essere ulteriormente confermata dalla volontà già espressa dal legislatore nei lavori preparatori nei quali si era affermato che «l'esclusione di un socio sia dagli utili che dalle perdite è in contrasto con la causa del contratto di società»¹⁹⁴, senza che venisse fatta alcuna distinzione tra le due ipotesi di esclusione.

¹⁹³ In particolare, tra i sostenitori di questa interpretazione domina la figura di Sraffa.

¹⁹⁴ Quindi, nell'attuale formulazione, la lettera della legge ricollega la sanzione della nullità alla circostanza obiettiva della non partecipazione di uno dei soci dagli utili o dalle perdite, non attribuendosi più rilievo alla sussistenza di un intento usurario da parte del socio che si venga a trovare in una posizione privilegiata. Sul tema cfr. N.ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Giuffrè, 1994, pp. XV-186.

Il fatto stesso, poi, che la norma prevede l'applicazione, in caso di violazione del divieto, della grave sanzione della nullità, mette in evidenza come la stessa sia volta alla salvaguardia non solo dell'interesse del socio come singolo, quanto piuttosto che la stessa sia rispondente a interessi di carattere generale; ed invero, il coinvolgimento del socio alla ripartizione degli utili e delle perdite veniva e tutt'oggi viene inteso come un elemento essenziale della partecipazione societaria, assumendo quindi l'art. 2265 il ruolo di norma imprescindibile volta a garantire la corretta formazione della loro volontà sociale e, con essa, il buon funzionamento dell'organizzazione aziendale.

Sulla base del quadro così delineato è possibile constatare come il divieto del patto leonino viene ad assumere una portata oggettiva, fermo restando che la dottrina è concorde nel ritenere che il divieto debba essere interpretato in senso sostanziale, ossia andando al di là della lettera della legge che, per definire il suo oggetto, ricorre alla generica formula "convenzioni che prevedono l'esenzione di taluno dei soci da ogni partecipazione agli utili o alle perdite". Secondo questa impostazione sostanzialistica, allora, nel divieto dovrebbe rientrare ogni convenzione che fissi ad un livello così alto il limite oltre il quale sorge il diritto agli utili o così basso il limite sotto il quale si risponde delle perdite e che sia pertanto tale da rendere praticamente evanescente la partecipazione. A questa interpretazione ha aderito anche la giurisprudenza secondo la quale, per evitare ogni tentativo di elusione del divieto, si dovrebbe colpire ogni accordo di tal tipo a prescindere dalla sua natura sociale o parasociale stante la qualificazione del divieto in questione alla stregua di un principio generale inerente alla stessa causa del contratto di società.

Alla luce di queste considerazioni, se prima il passivo adattamento delle argomentazioni svolte in tema di patto leonino alla fattispecie del recesso poteva essere al massimo giustificato con l'onerosità del meccanismo attivabile per l'esercizio del diritto stesso che, avendo un effetto disincentivante, rendeva scarsamente utile la previsione di una sua rinuncia; l'attuale rilevanza assunta dalla disciplina in esame richiede necessariamente di delineare il fenomeno in via del tutto autonoma. Ed infatti, le due tipologie di patti sembrano da un lato rispondere a funzioni diverse, dall'altro sono produttive di effetti non paragonabili, non essendo il patto parasociale di rinuncia al recesso, a differenza del patto leonino, in grado di incidere sul corretto funzionamento dell'organizzazione societaria,

ma avendo, al contrario, soltanto la capacità di influenzare la posizione dei singoli soci paciscenti all'interno della società.

18.4.2 Il diritto societario e i patti parasociali

Appare comunque criticabile che norme come l'art. 2437 c.c., solo per il fatto di riferirsi genericamente al termine "patti", possano colpire con l'invalidità tanto atti aventi efficacia obbligatoria quanto atti con efficacia reale, dovendosi evidenziare come, invece, si tratta di atti di valore completamente diverso e, in quanto tali, non suscettibili di essere ricondotti all'interno di una medesima categoria. Detto in altri termini, la questione attiene alla valutazione di accordi mediante i quali le parti definiscono tra gli stessi una disciplina che non potrebbe tradursi all'interno dello statuto e che rispondono ad una logica del tutto diversa; logica connessa alla volontà di favorire un processo di liberalizzazione del diritto societario attuale improntato, invece, nella maggior parte dei casi, al carattere dell'imperatività.

Appare dunque opportuno, al fine di confermare la legittimità di patti di rinuncia al recesso, richiamare l'evoluzione a cui si è assistito in tema di validità e conformità al sistema societario della categoria dei patti parasociali, ed in particolare di quelli con cui le parti dell'accordo predeterminano il modo in cui votare in assemblea (c.d. sindacati di voto).

Sul punto, la giurisprudenza, per sostenere la validità di tale tipologia di accordi e per differenziarli da quelli di natura sociale, sembra privilegiare il c.d. criterio della direzione del vincolo, sulla base del quale si giunge ad affermare che l'impegno, scaturente da tali patti, opera su un terreno esterno a quello della organizzazione societaria, senza incidere in alcun modo sul funzionamento dell'organo assembleare. Ed allora, così come non si dubita della validità dell'assemblea con cui il rappresentante, delegato dal socio, abbia votato secondo le istruzioni da quest'ultimo impartitegli, non si comprende per quale ragione dovrebbe ritenersi che la potestà dell'organo assembleare possa essere messa in discussione dall'esistenza di pregressi accordi tra i soci in ordine al modo in cui costoro

eserciteranno il loro diritto di voto su determinate tipologie di deliberazioni¹⁹⁵; potendo, pertanto, tale ragionamento essere addotto come ulteriore argomento a sostegno del carattere non irrinunciabile dell'istituto del recesso.

18.5 L'argomento utilitaristico

Un'altra ragione che porta la dottrina a mostrarsi restia nei confronti della possibilità di prevedere delle ipotesi di rinuncia al recesso è la generale considerazione dell'indispensabilità dell'istituto a fini di prevenzione di comportamenti opportunistici a danno dei soggetti esterni al processo decisionale. In realtà, oltre al fatto che il suo esercizio può esso stesso essere in grado di alimentare condotte strategiche ed ulteriormente opportunistiche - da ciò derivandone l'esigenza di ricondurre l'istituto all'interno di un sistema di controlli che consentano opportune graduazioni del suo *modus operandi* - non si spiega perché tale considerazione dovrebbe arrivare fino al punto di sacrificare interessi ulteriormente meritevoli di tutela; tra questi di rilievo è quello connesso all'esigenza di favorire l'affermarsi di nuovi canali di finanziamento, in particolare il finanziamento tramite VC, che, presentando una serie di tratti distintivi rispetto alle forme di investimento tradizionali, richiede necessariamente l'attivazione di un processo di adattamento della disciplina societaria allo stesso applicabile.

Ed è proprio a tali situazioni concrete e specifiche a cui l'ordinamento deve rivolgere particolare attenzione, soprattutto cercando di non ostacolare gli strumenti rivolti a tale fine. Nell'ambito di tali strumenti rientrano senza dubbio i patti parasociali che, obbligando soltanto i paciscenti, possono allora costituire non un elemento di contrasto al sistema societario quanto piuttosto un mezzo per porre rimedio, stante l'attuale considerazione della sua prevalente natura imperativa, alla sua eccessiva rigidità.

Quando si esaminano patti parasociali che, come quello in esame, sono volti ad ottenere un effetto pratico diverso da quello conseguibile attraverso norme ritenute imperative

¹⁹⁵ Cfr. L.F. D'ALESSANDRO, *I Patti parasociali* (2003).

dall'ordinamento societario, non si configura un'elusione¹⁹⁶; anzi, è possibile constatare come, a caldeggiare un approccio più flessibile, sia un'esigenza di sistema legata all'odierna tendenza del nostro ordinamento ad incoraggiare il perseguimento dell'obiettivo di favorire “*la nascita, la crescita e la competitività delle imprese*”¹⁹⁷.

Più precisamente, tale formulazione sarebbe tale da indurre a considerare prevalente, tra due interpretazioni entrambi plausibili, quella più idonea a supportare la finalità cui il diritto societario tende; dovendosi, pertanto, relativamente alla questione oggetto di discussione, valutare quali siano le conseguenze di ammettere l'applicazione delle regole di garanzia e di intangibilità anche alle pattuizioni parasociali e se ciò possa ritenersi accettabile alla luce di tale obiettivo.

In generale, nel contesto dei rapporti societari, è possibile constatare come un approccio restrittivo, ancorato alla qualificazione delle norme come aventi natura imperativa, è fonte di inefficienze, sostanziandosi, il più delle volte, in un ostacolo alla creazione di valore. Ed invero, se la regola di garanzia e la regola di intangibilità fossero interpretate come tali da escludere la possibilità di derogare, in ogni caso, alla tutela apprestata dalla disciplina del recesso, le stesse presenterebbero una controindicazione che sarebbe ancora più accentuata e non giustificabile in presenza di determinate operazioni altrimenti in grado di fornire un importante contributo alla crescita economica.

In tal modo si assisterebbe ad una preclusione e ad un'effettiva impossibilità di perseguire l'obiettivo cui il diritto societario tende; circostanza dinanzi alla quale il giurista positivo non può mostrarsi indifferente, dovendo piuttosto supportare il raggiungimento di soluzioni in grado di favorire un approccio volto allo sviluppo imprenditoriale e astenersi, al contempo, dal privilegiare un approccio poco flessibile nella definizione del perimetro applicativo degli istituti societari, quale quello in esame.

A ciò si aggiunge la constatazione che a militare verso un atteggiamento di chiusura verso l'auspicata rimodulazione del recesso sembrano esserci soltanto ragioni economiche

¹⁹⁶ Sul tema v.D. GALLETTI, *sub art. 2437 c.c.*

¹⁹⁷ V. art. art. 2, c. 2, lett. a), L. 3 ottobre 2001, n. 366, che L.ENRIQUES, *Società per azioni*, in *Enc. giur. - Annali X*, identifica come la “metanorma” del diritto societario vigente.

connesse ad un potenziale disincentivo che potrebbe derivarne all'investimento societario, e non invece giuridiche. Tali ragioni economiche, tuttavia, non sembrano una giustificazione sufficiente in quanto un'assoluta libertà di recedere dalla società, il cui esercizio non sia reso modulabile, risulta del tutto controproducente per la sua capacità di generare esternalità non meno gravi rispetto a quelle che si produrrebbero in caso di rinuncia all'esercizio di tale diritto. Ed invero, un'ampiezza eccessiva della facoltà di recesso è in grado di ostacolare investimenti specifici, quali quelli di VC, potendo sorgere nell'investitore il timore che, grazie a questa forma di tutela, la controparte possa abusarne allo scopo di ottenere una rinegoziazione delle condizioni, oppure di uscire dalla società massimizzando il proprio interesse a scapito del socio investitore (per il quale il recesso comporta una consistente diminuzione del valore del proprio investimento). Pertanto, occorre fare molta attenzione nel ponderare tutti i costi e i benefici quando si segue un approccio tendente all'espansione dell'istituto, potendo lo stesso avere, in concreto, un impatto disincentivante sullo stesso investimento societario a scapito della crescita economica.

19. Co-vendita da trascinamento ed equa valorizzazione: un legame inscindibile?

Il Tribunale di Milano (2008), come precedentemente evidenziato¹⁹⁸, ha riconosciuto la validità delle clausole di trascinamento a condizione che le stesse prevedano l'equa valorizzazione della partecipazione del socio trascinato; equa valorizzazione che sarebbe assicurata tramite la previsione di un *floor* per il prezzo di vendita che dovrebbe essere almeno pari al valore attribuibile alla partecipazione in caso di recesso. Tale pronuncia, quindi, da un lato opera un rinvio alla disciplina del recesso richiamata anche nella disposizione sul riscatto azionario *ex. art. 2437 sexies c.c.*, dall'altro asserisce l'esistenza di un principio generale che imporrebbe l'applicazione di criteri oggettivi di valutazione della partecipazione ogniqualvolta il socio sia obbligato a dimetterla contro la sua volontà e su iniziativa di altri soggetti.

¹⁹⁸ V.*supra*, Capitolo III, §16.3

Arriviamo così ad uno degli argomenti centrali dell'elaborato: la valorizzazione dell'azione del socio trascinato che - al pari dell'ipotesi di recesso rispetto alla quale è forte la volontà di assicurare che il controvalore della partecipazione del socio recedente sia liquidato in modo non arbitrario, bensì secondo parametri obiettivi e come tali insindacabili - è argomento riconducibile alle situazioni nelle quali l'ordinamento societario avverte l'esigenza di tutelare la posizione del socio uscente.

Nel tentativo di confutare la posizione assunta dal notariato e dalla giurisprudenza in merito alla vicenda Tecno S.p.A., il punto da cui partire è un confronto tra la fattispecie della co-vendita da trascinamento con quella del recesso, al fine di dimostrare come non sia nemmeno possibile ricondurre la clausola di trascinamento nell'ambito di applicazione dell'art. 2437 *sexies* ed assoggettarla così alla stessa disciplina del riscatto; confronto che diviene necessario per chiarire l'insufficienza del richiamo letterale previsto per l'ipotesi di riscatto alle disposizioni sul recesso, onde affermare il carattere imperativo della relativa disciplina. Da qui l'esigenza di valutare quale interesse giustifichi l'introduzione di un vincolo imperativo all'autonomia delle parti e quale sia l'effetto di tali vincoli sugli interessi che vengono di volta in volta ad esistenza.

19.1 Il recesso e la clausola di trascinamento: un confronto

La realizzazione di un confronto tra la fattispecie del recesso e quella della co-vendita da trascinamento evidenzia la diversa natura e funzione attribuibile alle stesse.

Ed invero, considerando anzitutto il recesso, lo stesso ha a che fare con la vita dell'organizzazione societaria essendo volto alla soluzione dei conflitti tra maggioranza e minoranza ed operando come contrappeso alla discrezionalità della prima da cui potrebbe scaturire il rischio di suoi comportamenti opportunistici. Si può quindi evidenziare come tale istituto sia del tutto estraneo ad un eventuale mutamento della compagine sociale connesso a talune vicende inerenti alla circolazione delle partecipazioni, piuttosto prestandosi ad operare esclusivamente come uno strumento di disinvestimento del socio in presenza di determinate deliberazioni alla cui adozione egli non abbia partecipato.

Di contro, il diritto di trascinarsi pone problemi del tutto diversi; lo stesso, infatti, non assume una valenza organizzativa, innestandosi invece nella fase dinamica della circolazione della partecipazione sociale, oltre a rappresentare, nello specifico caso di investimento tramite VC, una delle forme in cui si articola il disinvestimento del *venture capitalist* tramite *trade sale*.

19.2 Il riscatto e la clausola di trascinarsi: un confronto

Ricostruita la diversa natura assunta del recesso rispetto alla clausola di trascinarsi, occorre, a questo punto, sottoporre l'interrogativo se a quest'ultima sia allora applicabile, in via diretta o per analogia, la disciplina dell'art. 2437 *sexies* c.c. sulle azioni riscattabili, ossia se risulta giustificato, in forza del richiamo contenuto nella stessa disposizione ai criteri di liquidazione della quota del socio recedente, subordinare la validità di una clausola di trascinarsi alla previsione di un *floor*; *floor* che dovrebbe assicurare, in caso di esercizio del diritto di trascinarsi, la percezione, come corrispettivo della vendita, di un prezzo minimo almeno pari al valore equo della partecipazione ceduta, da determinarsi, appunto, in conformità ai criteri di cui all'art. 2437-*ter* c.c.

Procedendo nell'esame delle due fattispecie, oltre ad un profilo di comunanza rinvenibile in entrambi i casi nella presenza di limiti all'autonomia statutaria che incidono concretamente sul loro modo di operare, da un punto di vista strutturale, si rinviene un'analogia nella configurazione di una situazione giuridica soggettiva attiva in capo ai soci (oltre che alla società nella sola ipotesi di riscatto). Ed invero, il potere di riscatto avente ad oggetto azioni è ricostruibile in termini di diritto potestativo per cui il soggetto che ne è titolare può avvalersene senza che il soggetto passivo del rapporto, in capo al quale è configurabile una situazione di mera soggezione, possa impedirne l'esercizio ovvero debba o possa fare alcunché. Allo stesso modo, nella fattispecie di trascinarsi, il socio trascicante, una volta accettata l'offerta ricevuta dal terzo interessato all'acquisto, si trova nella situazione giuridica soggettiva di esercitare un diritto potestativo consistente, in tal caso, nel forzare la co-vendita delle partecipazioni del socio trascinato alle stesse condizioni pattuite per la propria partecipazione con il terzo acquirente.

Tuttavia, seppure sia vero che dall'attivazione di una clausola di trascinamento derivano effetti in parte analoghi a quelli di un riscatto azionario, quanto richiamato non sembra bastare per poter giungere ad una piena assimilazione tra le due figure.

Profili differenziali, intanto, sono reperibili a livello di presupposti operativi. Mentre, infatti, con riferimento al riscatto, la posizione del socio riscattato è inquadrabile come pura e semplice soggezione, essendo lo stesso inevitabilmente soggetto ad un altrui diritto potestativo; la clausola di co-vendita, invece, non sembra poter creare problemi di tal genere in quanto il potere unilaterale di decidere il trascinamento dell'altrui partecipazione azionaria non risulta dipendere da una scelta meramente discrezionale e arbitraria del socio trascinante. Ed invero, anche in presenza di una clausola che non stabilisca in modo preciso le circostanze obiettive che ne giustifichino l'esercizio, non è per ciò solo invocabile l'invalidità della clausola medesima, discendendo l'obbligo di co-vendita, oltre che dalla comune volontà dei soci, dalla sussistenza di un'offerta da parte di un terzo, avente ad oggetto l'intero capitale sociale.

Il prezzo, quindi, si determina *per relationem* ciò implicando che la determinazione non avviene in via unilaterale, quanto piuttosto all'esito di un meccanismo che si caratterizza per un primo contratto tra socio di maggioranza e terzo ed un secondo contratto tra terzo e socio minoritario il cui prezzo è fissato mediante rinvio al primo¹⁹⁹; fermo restando che, stante la variabilità delle trattative tra terzo e socio trascinante, necessario affinché la clausola rimanga efficace è che il socio trascinato sia vincolato a un'offerta che presenti, oltre a un prezzo non manifestamente iniquo, condizioni contrattuali il cui inserimento fosse prevedibile ed equo e tale da escluderne l'arbitrarietà del contenuto.

L'inesattezza di collocare sempre e comunque il socio trascinato in una posizione di soggezione dipende, poi, dalla constatazione che nell'ipotesi di trascinamento viene spesso, anche se non necessariamente, previsto un diritto di prelazione a favore dello stesso²⁰⁰; pertanto, soltanto qualora il socio trascinato non abbia esercitato tale diritto

¹⁹⁹ La fissazione di un prezzo che rifletta quello di un altro contratto non sembra poi potersi considerare contraria a norma imperativa. Non pare comunque sollevare questioni di invalidità il fatto che un soggetto (cioè il terzo) sia la parte del successivo contratto non essendo la fissazione del prezzo l'esito di una sua scelta unilaterale.

²⁰⁰ V. *infra*, in questo Capitolo, §19.4.2

avvalendosi della possibilità di acquistare la partecipazione del socio trascinate, si ritroverà in una posizione di soggezione, dovendo subire la vendita forzata della propria partecipazione.

Alla luce dei profili di disomogeneità analizzati, non appare dunque condivisibile la posizione assunta dal Tribunale in forza della quale la clausola di trascinate sarebbe riconducibile all'art. 2437-*sexies* c.c. Al contrario - anche tenuto conto del fatto che mentre la clausola di trascinate fa scattare un obbligo di vendita a terzi, l'art. 2437-*sexies* fa invece riferimento solo al riscatto a favore dei soci o della società, senza che vi sia alcun riferimento alla possibilità che il trasferimento avvenga in favore di soggetti esterni all'organizzazione societaria - risulta più che ragionevole dubitare sia che la disciplina prevista per il riscatto azionario possa ritenersi applicabile in via diretta o analogica pure con riferimento al sistema della co-vendita; sia che la stessa sia sufficiente per fondare un obbligo di prevedere nelle clausole di trascinate un *floor* che risulti ancorato al valore di recesso.

19.3 Valorizzazione della partecipazione del socio recedente: carattere imperativo o dispositivo?

Tutto ciò considerato, sorge l'opportunità di valutare se il collegamento istituito con il rinvio contenuto all'art. 2437-*sexies* c.c. tra riscatto e disposizioni sulla valorizzazione e liquidazione della partecipazione del socio recedente²⁰¹ abbia carattere imperativo o dispositivo, posto che riscatto e recesso sono fattispecie con elementi, non costanti, ma accomunati da una disciplina comune a fini di tutela patrimoniale.

Detto in altri termini, è necessario valutare se sia legittima una clausola di trascinate che preveda semplicemente un rinvio al prezzo formatosi tra terzo e socio trascinate ovvero se possano dirsi esistenti nel nostro ordinamento criteri inderogabili per la sua determinazione che debbano sempre e comunque fungere da parametro di riferimento.

²⁰¹ Il riferimento è agli artt. 2347-*ter* e 2437-*quater* c.c.

Come già osservato, in materia di recesso, la regola di garanzia pone il divieto di rendere più gravoso l'esercizio dello stesso nelle ipotesi inderogabilmente previste per legge - ossia le cause di recesso di cui al comma 1 della stessa disposizione - disciplinando le condizioni alle quali il socio può esercitarlo e negando al contempo la possibilità di modificarle in senso peggiorativo.

In questo modo, se si attribuisse alla regola di garanzia valenza di norma imperativa, non la clausola, ma l'intero negozio, con cui si realizzasse un trasferimento ad un prezzo inferiore a quello determinabile coerentemente con i criteri di determinazione del valore della partecipazione del socio recedente, sarebbe colpito da nullità per violazione di norma imperativa relativa alla determinazione del prezzo.

19.3.1 La natura generica del rinvio

In realtà, tenuto conto del fatto che l'art. 2437-*sexies*, nel rinviare ai criteri di determinazione della partecipazione del socio recedente, subordina la loro applicazione ad una riserva di compatibilità, sembra più corretto affermare che il richiamo è sì effettuato a criteri operanti in tema di recesso, ma che ciò non sia comunque sufficiente per il riconoscimento del loro carattere imperativo ed inderogabile.

Stando alla lettera della stessa disposizione sulle azioni riscattabili e, più nello specifico, secondo un approccio che guardi non solo all'esistenza di un rinvio ma anche al suo contenuto, è possibile rilevare come, tra le discipline richiamate per giustificare l'enucleazione del principio di equa valorizzazione, soltanto una richiama esplicitamente e specificamente i criteri legali di determinazione del valore della partecipazione del socio recedente²⁰².

Diversamente, il fatto che la disposizione sulle azioni riscattabili richiami - in quanto compatibili - le disposizioni di cui all'art 2437-*ter* e *quater* c.c., senza che a ciò si

²⁰² Ci si riferisce, in particolare, alla disciplina delle "altre" operazioni sulle azioni proprie rispetto alle quali l'art. 2358, comma 4, c.c. sancisce che, nel caso in cui sia stata prestata garanzia o addirittura elargito un prestito in favore dell'acquirente delle azioni, stabilisce che "[i]l prezzo di acquisto delle azioni è determinato secondo i criteri di cui all'articolo 2437-*ter* c.c., secondo comma".

accompagni un espresso riferimento ai criteri legali individuati all'art. 2437-ter co.2, non appare casuale, anzi potendosene da ciò desumere il contenuto generico del rinvio.

Ed invero, il diverso modo in cui risulta formulato il rinvio nelle varie disposizioni non può non essere indicativo di una certa scelta regolatoria, richiedendo, al contrario, di procedere con ponderazione nel giustificare, a partire da tali richiami, l'esistenza di un principio generale in forza del quale dare rilievo indiscriminato a un criterio cui a ben vedere il legislatore non ha evidentemente inteso fare esplicito ed esclusivo riferimento.

Sembrerebbe allora più corretto affermare che, attraverso tali richiami, il legislatore abbia piuttosto voluto porre l'attenzione sulla necessità di individuare dei criteri per la determinazione del valore della partecipazione del socio che a qualsiasi titolo disinveste, senza, però, essersi spinto fino al punto di specificare, in concreto, quali debbano essere tali criteri.

19.3.2 Il ruolo dell'autonomia privata nelle vicende di *exit*

A sostegno della tesi volta al superamento della considerazione della disciplina del recesso come avente natura imperativa, rilevante è la valutazione del ruolo che in relazione allo stesso assume l'autonomia privata; ruolo che comunque risulta essere variabile in funzione della natura - legale inderogabile, legale derogabile o meramente convenzionale - della causa di recesso.

Guardando alla lettera della disposizione contenente la regola di garanzia, emerge come la sua operatività sia in realtà espressamente riferita soltanto alle ipotesi di recesso legale inderogabile; ed invero, la stessa, riferendosi soltanto alle cause di recesso di cui all'art. 2437 co.1 c.c., finisce per chiudere le fattispecie che non possono essere incise dall'autonomia privata, senza che questo limite sia esteso anche alle ipotesi derogabili o convenzionali.

Alla stessa conclusione potrebbe giungersi anche mediante un ragionamento *a contrario*: in particolare, se il legislatore avesse voluto declinare in termini generali il disposto del comma 6 dell'art. 2437 c.c., non avrebbe fatto riferimento - in modo tassativo ed espresso

- alle sole ipotesi previste al comma 1 del medesimo articolo, ma avrebbe piuttosto effettuato un riferimento, senza altro specificare, a tutte le cause di recesso.

In realtà, anche in presenza della regola di garanzia, parte della dottrina ha poi fornito vari argomenti a supporto della tesi secondo cui, almeno con riferimento alla S.p.A., i criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente sarebbero, nei limiti della ragionevolezza, sempre derogabili, anche con riferimento alle cause di recesso legali inderogabili²⁰³.

Posizioni tendenzialmente uniformi si registrano, invece, in relazione alle fattispecie di recesso convenzionali. Per le stesse, infatti, anche alla luce della pronuncia sul tema del Consiglio Notarile di Milano²⁰⁴, si tende a condividere l'impostazione secondo cui il problema della derogabilità del criterio legale non ha in questi casi proprio motivo di porsi, dovendo piuttosto dominare l'autonomia privata ed essere pienamente ammessa, sempre a condizione che non si sfoci in forme di intervento meramente arbitrari, la possibilità di derogare ai criteri legali sia *in melius* che *in peius*.

Dunque, la constatazione che, nell'ambito della disciplina del recesso, il riconoscimento della natura inderogabile dei criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente sia tutt'al più ravvisabile in presenza delle sole cause di recesso legali

²⁰³ Sul punto M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio - ove si afferma la derogabilità dei criteri di liquidazione delle azioni del socio recedente, anche tenuto conto degli ampi spazi di cui godono i privati, a condizione che ciò si realizzi nei limiti della ragionevolezza. Più nello specifico, si precisa che la ragione principale per cui questa visione dovrebbe essere preferita è da rinvenire nella funzione stessa dell'istituto; ed invero, poiché "l'obiettivo della disciplina ... consist[e] nella determinazione di un valore realistico"* e poiché è difficile stabilire *ex ante* quali siano i criteri migliori per pervenire a tale risultato, il legislatore si è orientato non già nel senso di "porre in via imperativa limiti e paletti ... a scelte che non possono essere valutate in modo assoluto e oggettivo", ma nel senso di rimettere ai soci ogni scelta sul punto sempre nei limiti – si intende – della ragionevolezza.

²⁰⁴ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima 22 novembre 2005 n. 74 rubricata "Cause convenzionali di recesso (artt. 2437 e 2473 c.c.)", ove, nella motivazione vi è il rilievo secondo cui, "se è vero che il sistema si preoccupa in determinate ipotesi di assicurare la possibilità di uscita del socio a prezzo equo, tutte le volte che sia lo statuto a consentire l'abbandono della società in ipotesi che altrimenti non lo permetterebbero, non vi è luogo a discussioni sull'equità del prezzo di uscita. Proprio in quanto lo statuto potrebbe non dare alcuna ulteriore possibilità di recesso, esso potrebbe invece accordare una simile possibilità ancorché a condizioni ben diverse da quelle che si devono osservare nei casi previsti dalla legge: su ciò regna sovrana l'autonomia statutaria, poiché l'effetto di un prezzo di uscita non equo comporta semplicemente l'improbabilità dell'esercizio di un diritto (di recesso) che per legge nel frangente non sussiste".

inderogabili - escludendosi invece l'esistenza di un limite invalicabile nei casi in cui si abbia a che fare con delle ipotesi di recesso convenzionale - richiede, a maggior ragione nelle discipline che vi rinviano, di rivedere la considerazione della natura imperativa di un principio di equa valorizzazione ancorato a tali criteri.

E allora, diviene necessario superare l'automatismo in forza del quale si tende ad affermare l'esistenza di un legame diretto tra le fattispecie di disinvestimento forzato - ossia (come nel caso di riscatto, ma anche di trascinamento) quelle ipotesi in cui il socio è tenuto a cedere la sua partecipazione al di fuori della propria volontà - e l'effetto penalizzante che da ciò ne deriva; legame in forza del quale si tende, in ogni caso, a giustificare, nell'ipotesi di disinvestimento forzato, un approccio più rigido rispetto a quello adottato in ipotesi di disinvestimento volontario, ritenendosi sussistente nel primo caso di per sé un bisogno di tutela del socio che disinveste.

A ben vedere, però, il binomio che si viene a realizzare non risulta conforme al carattere rischioso di ogni tipo di investimento che è tale da non poter escludere a priori, anche nel caso di disinvestimento volontario, l'eventualità che il socio che intende successivamente realizzare il disinvestimento sia soggetto a possibili comportamenti opportunistici da parte dei soci di controllo²⁰⁵; non potendosi allora giustificare, nelle ipotesi di disinvestimento forzato, la qualificazione in via preventiva della disciplina come avente natura imperativa nella parte in cui definisce i criteri di determinazione del valore della partecipazione del socio uscente.

Quindi, superando la convinzione per cui nelle ipotesi di disinvestimento forzato sia sempre e comunque giustificabile una tutela del socio da realizzarsi alla luce di criteri inderogabili, è opportuno ridefinire, anche in questi casi e in termini più ampi, gli spazi concessi alle parti in sede di esercizio della loro autonomia privata, in particolare

²⁰⁵ L'idea che si vuole sostenere è che il socio, nel momento in cui investe, ha diritto in ogni caso a che sia salvaguardato il valore dell'investimento effettuato, a prescindere dal fatto che al disinvestimento si pervenga volontariamente o forzatamente; e che, allora, seppure possa essere vero che nel caso di disinvestimento forzato sia maggiore il rischio di condotte poste in essere con scopi opportunistici, ciò non è sufficiente a giustificare in via preventiva la qualificazione della disciplina come avente natura imperativa nella parte in cui definisce i criteri di determinazione del valore della partecipazione del socio uscente.

prendendo come riferimento la fattispecie di disinvestimento forzato rappresentata dal riscatto.

Emblematica in tal senso è la considerazione che l'art. 2437-*sexies*, nel richiamare la disciplina del recesso e, in particolare, quella relativa ai criteri di liquidazione e al procedimento di liquidazione della partecipazione, non solo ricorre, come prima evidenziato, ad un rinvio avente carattere generico, ma addirittura, non richiamando nemmeno espressamente il contenuto della regola di garanzia dai più addotta come principale giustificazione della natura inderogabile della disciplina sul recesso, non replica la previsione di un divieto di aggravare la posizione del socio la cui partecipazione potrebbe essere fatta oggetto di riscatto.

Da ciò, allora, è ragionevole desumere come tale omissione sia espressione della volontà del legislatore di effettuare, attraverso tale rinvio, sì un richiamo ai criteri per la determinazione del valore della partecipazione del socio recedente; ma non già per confermarne la loro natura imperativa, quanto piuttosto riconoscendogli, anche alla luce della riserva di compatibilità, una funzione meramente suppletiva - ossia quale parametro residuale di riferimento, necessario per effettuare una liquidazione del valore azionario in termini più prossimi a quelli equitativi, nelle ipotesi in cui non venga assicurato un corrispettivo che si possa ritenere congruo.

Si può pertanto giungere alla conclusione che l'unico ambito in cui possa affermarsi la tesi dell'inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente è quella segnata dalle ipotesi di recesso inderogabile; al contrario, in tutte le altre fattispecie di disinvestimento, sia che siano volontarie sia che siano forzate, dovrebbe piuttosto riconoscersi il ruolo primario dell'autonomia privata.

Tale assunto consentirebbe così di superare definitivamente il convincimento dell'esistenza di un rapporto inscindibile tra vicende di disinvestimento, da un lato, e criteri legali per la determinazione del valore della partecipazione del socio recedente, dall'altro, e conseguentemente di privare il principio di equa valorizzazione, ancorato a criteri fissati in via eteronoma dalla legge, di una qualsiasi ragione giustificatrice.

19.3.3 La tipicità delle fattispecie di disinvestimento

Un ulteriore equivoco su cui si fonda l'esistenza non contestabile di un principio di equa valorizzazione è il convincimento secondo cui i criteri legali, in quanto definiti direttamente dalla legge e, pertanto, tipizzati, siano in ogni caso in grado di assicurare un maggior livello di protezione al socio uscente, fungendo da garanzia per la salvaguardia del valore attuale della partecipazione.

Tale valutazione però pecca di una scarsa ponderazione in quanto trascura l'impossibilità, stante le peculiarità e le caratteristiche distintive di ogni situazione di investimento, di definire *ex ante* e una volta per tutte il criterio più adatto per definirne il valore attuale della partecipazione del socio.

Anzi, alla luce delle considerazioni sopra esposte sul ruolo che in concreto dovrebbe assumere l'autonomia privata nelle vicende disinvestimento, sarebbe più coerente riconoscere come, in taluni casi, le parti, in qualità di principali guardiani dei loro interessi, potrebbero garantire nel miglior modo l'equa valorizzazione della partecipazione. Ed invero, mediante negoziazioni dirette che siano calate sulle specificità del caso concreto, si riuscirebbero a soddisfare le esigenze di tutela del socio uscente ancor di più di quanto sarebbe in grado di farlo l'applicazione di un criterio predefinito che addirittura potrebbe condurre a risultati controproducenti proprio per lo scarso adattamento alle esigenze di volta in volta emergenti.

L'impostazione così assunta sembra, comunque, trovare un fondamento normativo nella stessa lettera dell'art. 2437-ter c.c. che, al quarto comma, riconosce la possibilità di derogare per via statutaria al criterio legale di determinazione del valore di liquidazione; e allora, se ciò è ritenuto ammissibile con riguardo alle clausole di riscatto stante la riserva di compatibilità di cui all'articolo 2437-sexies, non si comprende perché tale ragionamento non possa considerarsi valevole anche per le clausole di trascinamento.

19.3.4 Altri argomenti a sostegno della non imperatività

Opportuno, al fine di sostenere la tesi della non indispensabilità dei criteri di determinazione del valore della partecipazione del socio recedente per la tutela della posizione del socio trascinato, appare il riferimento ad una serie di ulteriori considerazioni.

In primo luogo, è importante rilevare come la previsione di un obbligo a corrispondere, a favore del socio trascinato, almeno quanto spetterebbe in sede di recesso, varrebbe sostanzialmente a vincolare lo stesso socio trascinate a trovare un compratore disposto a pagare un prezzo formato con riferimento ad altra occasione (il rimborso di parte delle azioni) o, in alternativa, a dover rinunciare alla vendita; da ciò derivandone un potenziale effetto di svuotamento del potere di trascinamento e la conseguente limitazione per il socio trascinate della possibilità di avvalersi di un diritto pur riconosciutogli direttamente dall'ordinamento societario.

Risulta poi eccessiva la sanzione della nullità associata alle ipotesi in cui venga stabilito un valore inferiore a quello determinato *ex. art. 2437-ter*. Infatti, quando si ricollega la fissazione del valore della partecipazione del socio trascinato al valore determinabile secondo i criteri previsti in materia di recesso, ci si riferisce in realtà a più valori oggetto di stima, considerato che il principio risultante dall'art. 2437 comma 6 non è tale da portare alla formazione di un prezzo unico, ma si riferisce più propriamente ai vari criteri di determinazione del valore di cui si chiede l'osservanza.

Sarebbe allora eventualmente più corretto sostenere che l'eventuale differenza tra prezzo formato a seguito della negoziazione tra socio di maggioranza e terzo e il valore di recesso, non rilevi come misura tale da segnalare l'invalidità della clausola, ma piuttosto come indizio della iniquità che socio trascinate e terzo hanno introdotto nel contratto tra socio trascinato e terzo²⁰⁶. In conformità a questa impostazione, solo la manifesta iniquità *ex. art. 1349 c.c.* permetterebbe al socio soggetto alla co-vendita di sottrarsi all'obbligo,

²⁰⁶ Cfr. C. GIAMPAOLINO, *clausole di drag-along ed equa valorizzazione*.

mentre per le ipotesi di collusione resterebbe il rimedio dell'*exceptio doli*. E allora, sottraendosi in questi casi al trascinamento, non residuerebbe pertanto alcuno spazio per il socio di sollevare una contestazione (*ex. art. 2437-ter, ult. co., c.c.*) che gli consentirebbe di esigere un prezzo corrispondente all'equa valorizzazione²⁰⁷.

Per di più, il socio trascinante non sembra avere un obbligo fiduciario nei confronti del trascinato da cui conseguirebbe un vincolo ad assicurare l'equa valorizzazione del prezzo nell'interesse proprio e del trascinato, avendo piuttosto la clausola di co-vendita la funzione primaria di impedire un atteggiamento limitante di quest'ultimo che sia tale da ostacolare la vendita della partecipazione societaria. La clausola, quindi, dovrebbe soddisfare anzitutto l'interesse del socio che per primo riceve l'offerta di acquisto a procurare anche l'acquisto della quota degli altri soci - nel caso in cui giudichi complessivamente conveniente per sé l'alienazione della propria partecipazione al prezzo pattuito con il terzo – dovendosi, invece, escludere che egli sia obbligato a curare l'interesse del trascinato a massimizzare il prezzo della sua partecipazione.

19.4 Il *floor*: un presidio irrinunciabile?

Il giudizio sulla validità della clausola di trascinamento, con annessa valutazione circa la necessità di fissazione di un *floor* secondo i criteri legali, richiede di effettuare un bilanciamento dei costi e dei benefici da essa derivanti; valutazione che si collocherebbe su un livello di complessità inferiore rispetto a quello in cui ci si imbatte al momento di vagliare l'efficacia di una clausola di recesso (o di riscatto) e che renderebbe non giustificabile un'argomentazione che sia tale da equiparare tali istituti, estendendo acriticamente alla clausola le considerazioni effettuate in tema di recesso mediante l'imposizione di un *floor* a cui debba riconoscersi natura imperativa.

²⁰⁷ Cfr. N.DE LUCA, *Ancora sulle clausole di accodamento e trascinamento (Tag along e Drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 2013, n.1.

19.4.1 Le esigenze di tutela nella co-vendita da trascinamento

Il punto da cui partire è che il verificarsi del presupposto oggettivo della clausola di trascinamento, ossia la cessione a terzi della partecipazione sia dell'azionista titolare del relativo diritto di trascinamento che del socio soggetto a trascinamento, è destinata a verificarsi una sola volta in relazione ad una specifica compagine azionaria, mentre i presupposti del recesso potrebbero integrarsi più volte rispetto ad una stessa organizzazione societaria essendo connessi all'adozione di diversi tipi di delibere societarie²⁰⁸.

Questo implica che, in una prospettiva *ex ante*, mentre l'esigenza di tutela del socio esterno al processo decisionale e la valutazione circa la convenienza se esercitare o meno il recesso è resa difficoltosa dall'impossibilità di stabilire anticipatamente il grado di probabilità che siano adottate proprio le delibere contrarie alla volontà comune dei soci per le quali il rimedio è previsto; l'analisi *ex ante* sulla clausola di trascinamento si appunta, invece, su un singolo episodio, il cui verificarsi in talune circostanze si prospetta come un evento certo²⁰⁹. In tale ultimo caso, quindi, la maggiore facilità nel definire i presupposti operativi della clausola, rendono possibile una definizione in via preventiva ed in modo più preciso degli interessi in gioco da raggiungersi mediante un'attenta negoziazione tra le parti.

A conferma della minor incisività delle esigenze di tutela che si prospettano nel caso di trascinamento rispetto alle ipotesi di recesso/riscatto, milita anche l'analisi della posizione in cui le parti si vengono a trovare al momento dell'azionamento della clausola. Sul punto, è possibile constatare come, al momento della vendita della partecipazione - a differenza di quanto accade in materia di riscatto in cui riscattante e riscattato si andranno a posizionare su versanti antitetici - sia il socio trascinante che il socio trascinato si

²⁰⁸ Sul punto v.A.STABILI-M.TRAPANI, *Clausole di drag-along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*.

²⁰⁹ Ci si riferisce in particolare al finanziamento tramite VC relativamente al quale è già conoscibile, al momento dell'investimento, l'interesse del *venture capitalist* di disinvestire entro un certo orizzonte temporale.

collocano nella stessa posizione, ricoprendo entrambi la veste di venditori e contrapponendosi al terzo nella veste di acquirente.

Da considerare è anche l'aspetto relativo al procedimento di formazione del prezzo. Nel caso di trascinamento, l'offerta, in quanto proveniente da un terzo, risulta essere meno soggetta al rischio di scaturire da una scelta qualificabile in ogni caso come arbitraria e opportunistica; si parte, infatti, dalla considerazione che, provenendo da un soggetto esterno alla compagine azionaria, la stessa sarà tendenzialmente ancorata alla valutazione di mercato della società e maggiormente vicina al valore reale delle azioni, dal momento che l'offerta di un terzo disinteressato dovrebbe essere tale da rispecchiare il prezzo che il mercato è disposto a pagare per l'acquisto di quella partecipazione. A ciò farà seguito la scelta del socio titolare del diritto di trascinamento, che potrà decidere se accettare o meno il prezzo offerto, essendo quindi disposto a trasferire la propria partecipazione soltanto quando si converrà ad un prezzo da lui ritenuto congruo.

Tale meccanismo si differenzia da quello operante in caso di recesso ove, invece, la determinazione del prezzo è affidata agli stessi organi societari; in particolare, la valutazione della partecipazione del socio recedente è effettuata da parte dell'organo amministrativo che procede sì in conformità ai criteri di cui all'art. 2437-ter c.c., ma il cui operato - stante la relazione diretta che lo lega alla società e, quindi, la sua mancata qualificazione alla stregua di un terzo imparziale - potrebbe essere maggiormente inciso da interessi opportunistici.

E allora, non si spiega perché l'imposizione di un *floor*, ancorato al valore della partecipazione così come determinato ai fini del recesso, dovrebbe considerarsi la migliore alternativa al fine di assicurare l'equa valorizzazione della partecipazione del socio trascinato, rispetto al prezzo così come determinato dall'incontro tra un'offerta proveniente da un terzo disinteressato e la successiva valutazione della corrispondenza tra quanto offerto e il valore di mercato della società effettuata dal socio trascinante.

Detto in altri termini, non si vede perché il meccanismo negoziale che affida alla contrattazione tra socio trascinante e terzo la valutazione della partecipazione sociale totalitaria, richieda dei correttivi che il legislatore ha introdotto, invece, rispetto a diverse

operazioni in cui la valutazione della partecipazione del socio uscente sarebbe altrimenti soggetta a spinte al ribasso da parte dei soci di controllo²¹⁰.

E ciò anche considerando il fatto che in caso di contestazione da parte del socio recedente, la disposizione codicistica prevede il ricorso alla figura di un arbitratore la cui attività, dovendo essere remunerata, è fonte di un costo per la società, oltre ad avere come effetto il prolungamento dei tempi per il perfezionamento della cessione²¹¹.

Pertanto, tale forma di etero-determinazione del valore equo della partecipazione è in grado, in realtà, di produrre consistenti distorsioni; sia nel senso di garantire una tutela insufficiente al socio trascinato - non essendo il *floor* fissato al valore di recesso in grado di impedire la realizzazione di un'operazione inefficiente - sia, al contrario, nel senso di fornire allo stesso una tutela eccessiva, potendo ostacolare la realizzazione di un'operazione potenzialmente efficiente.

19.4.2 La protezione del socio trascinato: possibili soluzioni

A ben vedere, allora, cadendo l'assimilazione tra riscatto/recesso e trascinamento ed essendosi dimostrato come, al di fuori delle cause di recesso inderogabili a cui si riferisce la regola di garanzia, sia da riconoscersi un ampio margine di manovra all'autonomia privata, per coerenza logica e sistematica, sembra mancare la possibilità di riconoscere l'esistenza di un principio inderogabile costituito dall'individuazione del valore di recesso quale valore minimo da assicurare al momento della liquidazione della partecipazione del socio uscente; e ciò a maggior ragione nel caso in cui la clausola di trascinamento sia inserita in un accordo parasociale e soggetta pertanto ai criteri valutativi che riguardano le operazioni di "mercato"- in primo luogo, al principio della libera determinazione del

²¹⁰ Cfr. P.M. SANFILIPPO, *I patti parasociali: una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Impresa e Mercato, studi dedicati a Mario Libertini*, a cura di V. DI CATALDO - V. MELI - R. PENNISI, Vol. 1, Giuffrè, 2005, pp. XXIV-1952

²¹¹ Tra l'altro, il valore determinato dall'arbitratore potrebbe risultare (i) inferiore al prezzo minimo al quale l'azionista esterno al processo decisionale sarebbe disponibile a cedere la propria partecipazione ovvero (ii) superiore al prezzo massimo che il terzo acquirente sarebbe disponibile a pagare per l'acquisto della partecipazione.

prezzo - e non a quelli che determinano il regime della “società” e dei poteri ad essa interni²¹²; non essendoci allora spazio per affermare un’esigenza di “equa valorizzazione” considerato che è la disciplina negoziale, non quella societaria, ad assumere rilievo per la valutazione della clausola.

Da ciò ne deriva che è da escludersi ogni tipo di approccio che sia tale da estendere i criteri previsti in tema di recesso *ad libitum* ed in via analogica per il sol fatto di trovarsi, in presenza di una co-vendita, al cospetto di una modalità attraverso cui si realizza un disinvestimento, senza però che siano considerate le specificità della fattispecie concreta. Anche perché, una soluzione che ancorasse la tutela attivabile in sede di trascinamento a quella operante in caso di riscatto/recesso e che, pertanto, concludesse per l’invalidità della clausola di co-vendita ogni qual volta la stessa non fosse rispettata, risulterebbe inadeguata per eccesso, essendo tale da falsare gli equilibri negoziali raggiunti tra le parti²¹³.

Ferme restando queste considerazioni, non è possibile ignorare che, allo stato attuale, siano invece decisamente prevalenti le posizioni a sostegno della irrinunciabilità dei meccanismi di equa valorizzazione così come definiti alla luce dei criteri fissati in tema di recesso.

E allora, per limitare l’impatto pratico di un principio che altrimenti opererebbe in modo indiscriminato - anche e soprattutto nel caso in cui la co-vendita da trascinamento sia selezionata come modalità di realizzazione di un disinvestimento tramite *trade sale* - ci si deve interrogare sulla possibilità di rinvenire delle soluzioni praticabili che siano in grado di neutralizzare i rischi derivanti da una sua rigida applicazione; soluzioni da ricercarsi sia attraverso una ridefinizione dei confini entro cui l’autonomia privata deve muoversi affinché sia garantita l’equa valorizzazione della partecipazione, sia mediante

²¹² Cfr. C. ANGELICI, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag-along*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger*; nonché L. BOTTI, *clausole di covendita e trascinamento*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2022 - che esclude chiaramente la necessità di un riferimento al principio di equa valorizzazione in caso di clausole di trascinamento inserite in patti parasociali.

²¹³ P.M.SANFILIPPO, *I patti parasociali: una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Impresa e Mercato, studi dedicati a Mario Libertini* (2015), a cura di V. DI CATALDO - V. MELI - R. PENNISI, Vol. I.- ove si rileva come sarebbe apodittico sostenere che gli assetti negoziali atipici realizzati dal meccanismo attivato con il *drag-along* non possano considerarsi mai meritevoli per l’ordinamento, considerando al contrario che tali assetti risultano pienamente in linea con gli interessi promossi dal sistema.

l'individuazione delle condizioni in presenza delle quali la clausola di trascinamento possa dirsi ammissibile anche nel caso in cui non siano rispettati i criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente²¹⁴.

Occorre, dunque, ricostruire il principio di equa valorizzazione, passando dal riferimento al valore di recesso a quello del prezzo minimo, mediante una rilettura che giunga, infine, alla determinazione del corrispettivo sulla base di parametri di carattere oggettivo o comunque che siano ritenuti congrui di concerto tra le parti.

19.4.2.1 Previsione di un *floor* non ancorato al valore di recesso

Pur in assenza, come nel caso della clausola di trascinamento, di criteri legali di determinazione del prezzo volti a valorizzare la partecipazione del socio obbligato alla vendita forzosa, si potrebbe pur sempre optare per la seguente soluzione: prevedere, cioè, come oggetto specifico di una clausola, un prezzo minimo, il c.d. *floor* - non ancorato però al valore di recesso - in modo da ridurre la discrezionalità del terzo nella determinazione del corrispettivo, posto che in tal modo potrebbe darsi solo una discrezionalità al rialzo.

Ampliando l'ambito di visuale, sembra potersi affermare che il principio di equa valorizzazione della partecipazione, al quale fa riferimento il Tribunale di Milano, possa ritenersi soddisfatto in relazione ai casi in cui, pur non essendo garantito il valore che la partecipazione avrebbe in caso di recesso *ex. art. 2437-ter c.c.*, sia, però, assicurato un corrispettivo che le parti hanno considerato congruo, essendo idoneo, per esempio, a garantire un certo ritorno economico sull'investimento. Da ciò ne consegue che potrebbe apparire eccessivamente gravoso ritenere che, anche nei casi in cui sia previsto un *floor*,

²¹⁴ Il problema deriva dal fatto che, di solito, nelle clausole in questione o manca in termini assoluti l'indicazione della misura del corrispettivo che consente di attivare il meccanismo di trascinamento ovvero mancano i criteri per giungere ad una tale determinazione. Di tal che, il procedimento di fissazione del prezzo sarà il risultato di una negoziazione tra terzo e socio di maggioranza, cui il socio minoritario obbligato alla co-vendita è escluso, dovendo soltanto subirne le conseguenze.

la clausola di trascinamento debba considerarsi nulla in quanto non conforme a criteri ritenuti inderogabili dal nostro ordinamento. Infatti, il contesto in cui si inquadra la pattuizione in esame lascia poco spazio per il richiamo a istituti che presentano diversa natura, essendo palese come la previsione di un *floor* nel caso di recesso - e quindi di riscatto- si giustifichi alla luce delle peculiarità e delle esigenze tipiche di queste fattispecie; esigenze che sono, invece, del tutto estranee al patto di trascinamento.

Qualora, peraltro, i soci volessero salvaguardare ulteriormente e in modo più solido il contenuto della clausola, non resterebbe che fissare nello statuto, all'esito di una contrattazione tra le parti, i criteri di valutazione ai quali ci si dovrà in futuro attenere per quantificare il valore delle quote da trascinare. Ed invero, lo statuto rappresenta uno degli strumenti più idonei a tale fine, specie per modificare convenzionalmente i criteri di legge, ove esistenti, con il consenso delle parti; consenso che una volta prestato vincolerà le parti secondo il principio *pacta sunt servanda*.

Non risulta che a ciò sia di ostacolo l'esistenza del principio secondo cui i soci di società di capitali non assumono altri obblighi se non quello di apportare il conferimento, con eccezione delle prestazioni accessorie. Lo stesso principio, infatti, non dimostra che non possano imporsi per statuto vincoli concernenti la disposizione delle partecipazioni; anzi, come gli azionisti possono obbligarsi ed offrire le azioni in prelazione ovvero a sottoporre l'acquisto dei loro aventi causa al gradimento anche mero della società, così potranno anche obbligarsi (ed essere obbligati) a vendere le proprie partecipazioni in determinate circostanze, come del resto accade in presenza di una clausola di riscatto.

Ed allora, ferma restando una possibile utilità nella previsione di un *floor*, in mancanza del quale l'azionista di maggioranza avrebbe la facoltà di cedere l'intero capitale sociale al prezzo che ritiene più opportuno, lo stesso deve essere considerato non più come una tutela obbligatoria connessa all'applicazione di una disciplina, quale quella del recesso, ritenuta inderogabile, quanto piuttosto come possibile esito volontario scaturente da un negoziato effettuato dalle parti, partendo dall'assunto che gli stessi siano in grado di valutare razionalmente le conseguenze delle clausole in discussione. In tal modo il principio di equa valorizzazione non ne risulterebbe sacrificato, ma anzi rafforzato,

consentendo la predeterminazione di criteri oggettivi per la determinazione del prezzo, di addivenire a una congruità non solo affermata in astratto, ma anche assicurata in concreto.

19.4.2.2 Il ruolo del diritto di prelazione

L'esigenza di salvaguardare il più possibile, nella definizione della disciplina del trascinamento, lo spazio occupato dagli accordi privati raggiunti tra operatori economici che, specialmente in taluni casi - come in quello degli investimenti di VC - risultano essere particolarmente sofisticati, rende opportuno valutare la possibilità di ammettere la validità delle clausole in esame nelle situazioni nelle quali, in alternativa al *floor*, sono contemplati altri presidi che si dimostrano di per sé sufficienti a tutelare la posizione del socio uscente.

In tal senso, a rafforzare il convincimento della non indispensabilità del richiamo ad un principio di equa valorizzazione che si sostanzia nella previsione di un *floor* ancorato al valore di recesso, è la constatazione che la clausola si inserisce, nella maggior parte dei casi - incluso quello oggetto del giudizio del Tribunale di Milano - nel contesto di un più ampio assetto di pattuizioni che regolano l'uscita e che molto spesso includono, tra l'altro, in caso di vendita a terzi, diritti di prelazione previsti in favore del socio trascinato.

In particolare, tali diritti attivano il meccanismo per cui a fronte di un'offerta vantaggiosa, ricevuta dal terzo acquirente, il socio trascicante dovrà prima di tutto effettuare una valida *denuntiatio*, comunicando al socio trascinato le condizioni dell'offerta in modo da consentirgli di effettuare una scelta: subire il trascinamento consentendo la piena operatività della clausola oppure impedirne il perfezionamento mediante l'esercizio del proprio diritto di prelazione; diritto con cui lo stesso si offrirà di acquistare le azioni del socio titolare del diritto di trascinamento al prezzo proposto dal terzo potenziale acquirente.

In altri termini, il trascinamento è normalmente accompagnato dalla previsione, a favore del soggetto obbligato al trascinamento, di una o più "contropartite"²¹⁵ che sono oggetto

²¹⁵ In particolare, oltre al già citato diritto di prelazione esercitabile dal socio obbligato in co-vendita, è opportuno richiamare che il meccanismo attivato dalla clausola di *drag-along* consente anche di distribuire

di negoziazione tra le parti e che sono tali da indurre alla definizione di un complessivo regolamento contrattuale; regolamento che dovrebbe essere correttamente considerato nella sua interezza, registrandosi in mancanza un'errata valutazione dei rapporti di forza realmente esistenti tra le parti²¹⁶.

Sorge allora il dubbio se l'esigenza di equa valorizzazione si presenti altresì nel caso in cui il socio trascinato in co-vendita sia non in posizione di mera soggezione, ma possa in alternativa avvalersi del diritto di prelazione per acquistare le partecipazioni del socio intenzionato a vendere al terzo.

Sul punto, il Tribunale, in merito alla vicenda Tecno S.p.A., aveva configurato la prelazione come inidonea ad assicurare una qualche forma di tutela al socio trascinato, sull'assunto che quest'ultimo non partecipa all'originario accordo tra socio di maggioranza e terzo²¹⁷. Tale ragionamento non può, però, ritenersi acriticamente applicabile in tutti i casi e operare come regola generale e assoluta. Seppure, infatti, sia vero che la previsione di una prelazione non risolve sempre e comunque il rischio di collusione tra socio trascinate e terzo acquirente a scapito del socio trascinato, nella ricerca dell'"equa valorizzazione", non appare del tutto improprio realizzare un allineamento tra diritto di prelazione ed equa valorizzazione.

Tale questione è stata dibattuta più nello specifico in materia di clausole di *russian roulette*²¹⁸, avendo queste una struttura assimilabile alle clausole di trascinamento che

il c.d. premio di controllo, non soltanto a favore del socio trascinate, ma su tutta la compagine azionaria, incluso perciò anche il socio trascinato.

²¹⁶ Cfr. G.A.MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di Private Equity e Venture Capital*, Milano, Egea, 2017, pp.XX-387.

²¹⁷ Più nello specifico, ad avviso del Tribunale, "*l'esercizio del diritto di prelazione in alternativa all'obbligo di covendita, di per sé non è in grado di garantire la congruità del prezzo di dismissione, che resta comunque ancorata a valutazioni soggettive e arbitrarie del socio di maggioranza, rispetto alle quali il socio di minoranza non ha altro margine di intervento e tutela che non sia quello dell'esercizio di un diritto di acquisto, il quale, però finisce per configurarsi in queste strette; più che come garanzia, come un'ulteriore costrizione alla libertà negoziale del socio di minoranza, obbligato ad acquistare la quota del socio di maggioranza tutte le volte che non ritenga conveniente la cessione della sua partecipazione al prezzo offerto*".

²¹⁸ La clausola antistallo del tipo "*russian roulette*" è volta a superare una fase di *impasse* decisionale (c.d. *deadlock*), di regola derivante dalla presenza di partecipazioni paritetiche e contrapposte al capitale sociale. Ed invero, all'interno di compagini societarie caratterizzate prevalentemente dalla partecipazione paritetica e/o contrapposta al capitale sociale tra più soci, la previsione di una siffatta clausola è finalizzata a risolvere l'eventuale paralisi decisionale, suscettibile di verificarsi durante la vita della società.

sono accompagnate dalla previsione di un diritto di prelazione. Chiamata a decidere della validità delle clausole di *russian roulette*, la giurisprudenza²¹⁹ ha escluso che tali clausole debbano necessariamente prevedere, a pena di nullità, una soglia minima utile a prevenire che il socio coinvolto nella procedura possa essere costretto a disinvestire a prezzo non congruo. Ed invero, una tale “*soglia minima*” sarebbe giustificabile - ha spiegato il Tribunale - soltanto se “*il socio ... non potesse far altro che subire l'altrui scelta di riscattare*”; mentre non avrebbe alcuna valida giustificazione funzionale in quegli scenari in cui al socio si profili “*la scelta tra cedere la propria partecipazione ovvero acquisire quella di controparte*”²²⁰.

Il ragionamento a cui è pervenuto il Tribunale nell'affermare la validità della clausola di *russian roulette* che non contempra una soglia minima riflette l'idea che, ove la relazione negoziale tra le parti abbia la capacità di tutelare gli interessi in gioco in modo soddisfacente, la previsione di ulteriori presidi imposti dall'ordinamento sarebbe priva di qualsiasi utilità²²¹. Ed allora, sulla scorta di questo ragionamento, potrebbe tentarsi di

Una tale previsione, che può assumere sia carattere statutario che parasociale, consente ad uno dei soci, al verificarsi di un evento di stallo adeguatamente individuato dalle parti contraenti, di rivolgere all'altro un'offerta irrevocabile di acquisto, fissando al contempo il valore della partecipazione del socio oblato (ossia il destinatario dell'offerta). Quest'ultimo, non essendo previsto alcun meccanismo di rilancio del prezzo, avrà la facoltà di (i) cedere la propria partecipazione al socio offerente al prezzo da quest'ultimo fissato, oppure (ii) acquistare la partecipazione dell'altro al medesimo prezzo.

In capo ai soci sorge, quindi, un'obbligazione alternativa ai sensi dell'art. 1285 c.c., per effetto della quale il socio oblato potrà, alternativamente e a sua discrezione, cedere la propria partecipazione ovvero acquistare quella dell'offerente. In altri termini, il socio oblato si troverà di fronte all'alternativa tra aderire all'offerta di acquisto al prezzo deciso dal socio che ha formulato l'offerta, acquistando dunque la partecipazione del socio offerente, oppure vendere la propria partecipazione a quest'ultimo al prezzo da lui fissato con la prima offerta. Definizione disponibile su <https://www.iusinitinere.it/la-clausola-antistallo-del-tipo-russian-roulette-tra-circolazione-statutaria-e-parasociale>

²¹⁹ Cfr. Trib. Roma, 19 ottobre 2017, ora pubblicata (per esteso) in *Giur. it.*, 2018, pp. 1136-1139, con nota di M. TABELLINI, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*; e *Le Società*, 2018, pp. 434-448, con a seguire commento di P. DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*; nonché, Cort. App. Roma, Sez. II, 3 febbraio 2020 n.782.

²²⁰ In questo contesto, la giurisprudenza e la dottrina hanno concluso che il meccanismo negoziale - in cui ad un socio è rimessa la formazione del prezzo e all'altro la scelta se acquistare o vendere - assicura di per sé che la valorizzazione della partecipazione venduta sia equa, senza necessità di ancorarla al valore minimo di recesso.

²²¹ Rispetto alla tipica relazione intercorrente tra le parti di potere e soggezione, queste particolari pattuizioni vengono configurate come delle clausole che attribuiscono alle parti un diritto di pretendere il trasferimento dell'altrui partecipazione da un lato, e, dall'altro, un obbligo di effettuare il trasferimento; pertanto, con un rapporto sottostante molto più simile alla relazione tra diritto di credito e obbligo. A bene vedere, allora, la struttura di tale clausola porta a dubitare che i criteri legali di determinazione del valore della partecipazione in caso di recesso siano suscettibili di una meccanica trasposizione in questa fattispecie. Ed invero, la funzione tipica di queste pattuizioni è quella di conservare le prospettive reddituali

difendere anche la validità delle clausole di trascinamento che contemplino un diritto di prelazione in favore del socio trascinato, indipendentemente dalla circostanza che si preveda o meno un *floor*.

Quindi, partendo dal presupposto che la congruità del prezzo e, dunque, la tutela del socio trascinato, è assicurato ogni qual volta il valore di liquidazione della partecipazione sia determinato sulla base di criteri oggettivi, fissati all'esito di un accordo a cui il socio potenzialmente soggetto al trascinamento abbia dato il suo consenso, un accorgimento sufficiente nella predisposizione della clausola di trascinamento, potrebbe essere la strutturazione della stessa con la previsione del diritto di prelazione per tutti i casi in cui sussistano i presupposti per avviare la co-vendita.

Pertanto, ciò che deve essere tenuto a mente è che l'analisi della clausola in una prospettiva esclusivamente *ex post*, cioè rivolta al momento in cui la clausola viene azionata (il punto di vista che sembra adottare in merito alla vicenda Tecno S.p.A. il Tribunale di Milano, ma anche, implicitamente, la massima notarile), fornisce un risultato poco affidabile, facendo apparire il socio "trascinato" sempre e comunque in balia di una relazione contrattuale governata in tutti gli aspetti solo dalla volontà del socio trascinante e del terzo. Al contrario, la considerazione anche della prospettiva *ex ante*, che consideri i contrappesi esistenti rispetto al potere di provocare il trascinamento, è in grado di delineare il rapporto tra le parti in termini del tutto diversi e, al contempo, più veritieri.

19.4.2.3 Le tutele attivabili *ex post*

Alla luce delle considerazioni svolte sinora, è possibile sostenere che, allo scopo di arginare condotte opportunistiche scaturenti da una possibile collusione tra socio trascinante e terzo, più che ancorare la tutela del socio obbligato al trascinamento ad un'equa valorizzazione che sia determinata alla stregua dei criteri dettati per il recesso,

della società, risolvendo lo stallo, prima che lo stesso possa incidere sul valore della società, e ciò mediante l'acquisizione del controllo (di regola totalitario) da parte del socio oblato o del primo offerente. A ciascun socio viene allora rimesso il potere di offrire all'altro l'acquisto della propria partecipazione con conseguente mancanza di ogni necessità legale di un'equa valorizzazione. Sul punto cfr. L. BOTTI, *clausole di covendita e trascinamento*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2022.

sia più corretto sposare l'impostazione secondo la quale la tutela del socio trascinato sarebbe assicurata - oltre che dalla eventuale previsione in via preventiva di un *floor* determinato sulla base di criteri concordati tra le parti o dal riconoscimento di un diritto di prelazione a favore del socio trascinato - dal divieto per il socio trascinante di agire in violazione del canone generale di buona fede e correttezza.

Il rimedio attivabile *ex post* da parte del socio trascinato si sostanzierà, allora, in una possibile richiesta di risarcimento dei danni subiti a causa del disinvestimento forzato nel caso in cui lo stesso sia avvenuto a prezzo "incongruo", ossia ad un prezzo determinato in spregio alle negoziazioni invalse *ex ante* tra le parti; fermo restando che la richiesta dovrà essere dimostrata alla luce delle vicende rilevanti nel caso concreto, non potendosi sostanziare in un automatico e rigido ricalcolo secondo i criteri fissati in materia di recesso.

Sul punto, una questione collegata e attinente all'equa valorizzazione rispetto a clausole che riconoscono un diritto ad esercitare la prelazione, è quella relativa all'eventuale abuso del diritto di trascinamento da parte del socio che, conoscendo le difficoltà dell'altro socio di esercitare la prelazione, si accordi con il terzo per un'offerta ad un prezzo molto basso. Al riguardo, va preliminarmente chiarito che il rischio di abuso del diritto non è di per sé sufficiente ad escludere la legittimità della clausola di trascinamento, né, del resto, il socio trascinato in co-vendita potrà per ciò solo sottrarsi all'obbligo di vendere solo in quanto non è in grado di bloccare il trascinamento, esercitando il diritto di prelazione.

Tutt'al più, anche in tal caso, dopo aver dimostrato che l'impossibilità di avvalersi del diritto di prelazione è conseguenza dell'altrui violazione della correttezza e buona fede, il socio trascinato in co-vendita potrà pretendere il risarcimento del danno e, in casi estremi, in cui sia possibile fornire prova liquida che l'unica ragione dell'esercizio del diritto di trascinamento o di acquisto è la volontà di effettuare un acquisto a prezzo vile, sarà possibile paralizzare l'altrui pretesa attraverso l'*exceptio doli*. In questi casi, il socio abusato avrà l'onere di dimostrare che l'acquisto è avvenuto a prezzo inferiore al valore equo e il risarcimento del danno sarà, allora, volto a coprire la differenza²²².

²²² Sul punto v. N.DE LUCA, *Vengo anche io, no tu- Tre lustri di clausole di accordamento e trascinamento*, in AGE 1-2/2021.

A ben considerare, l'esigenza di attivare una forma di tutela *ex post* sarebbe meglio assicurata attraverso un controllo di meritevolezza che si mostra particolarmente adeguato a governare situazioni connesse ad una pattuizione che, se pur pienamente legittima in astratto, potrebbe generare, in concreto, effetti contrari ai principi dell'ordinamento societario. E allora, in caso di pregiudizievole esercizio del diritto, lo stesso potrà essere paralizzato dal socio obbligatosi al potere di trascinamento, eccedendo l'immeritevolezza del patto - dovuta all'alterazione dei meccanismi di determinazione del prezzo - e invocando la sua non azionabilità. Tale soluzione presenta il merito di non interferire in modo decisivo sugli equilibri negoziali raggiunti tra le parti, non essendo tale da impedire successivi atti di esercizio del diritto di trascinamento che si presentino, al contrario, come meritevoli di tutela.

19.5 Operazioni di VC, co-vendita da trascinamento ed equa valorizzazione

La disciplina pattizia del trascinamento può, quindi, essere intesa non solo come strumento di garanzia dell'uscita del singolo socio, prevista nella maggior parte dei casi nell'interesse del socio investitore²²³, ma più propriamente come strumento di governo societario stipulato nell'interesse di tutti i soci al fine di favorire un adeguato trasferimento del controllo e di ridurre al minimo, in operazioni quali quelle di VC, il rischio di pretese da parte del socio imprenditore che siano in grado di ostacolarne il buon esito²²⁴.

Insomma, la peculiare struttura delle operazioni di VC, considerate dal *venture capitalist* un veicolo di investimento necessariamente a tempo definito, non consente di esportare senza rilievi soluzioni create per situazioni di tutt'altra complessità e natura²²⁵, oltre al

²²³ Sul tema v. L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. Comm.*, 2009, n.5 - ove si rileva come sebbene la previsione statutaria in questione venga spesso prevista con riferimento alla partecipazione del socio detentore di una partecipazione di maggioranza, assoluta o relativa, ciò non toglie che il diritto di trascinamento possa essere anche riferito alla partecipazione di un socio di minoranza. Nell'ambito delle operazioni alle quali partecipano investitori finanziari, quali le operazioni di VC, infatti, la clausola viene per lo più prevista con riguardo alla partecipazione di costoro, indipendentemente dalla circostanza che essi detengano o meno la maggioranza del capitale sociale.

²²⁴ Cfr. A. ZANONI, *Venture capital e diritto azionario, esperienza statunitense e prospettive in Italia*.

²²⁵ Di questo orientamento P. AGSTNER- A. CAPIZZI - P.GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del diritto commerciale* 2/2020.

fatto che dovrebbe escludersi la possibilità di invocare *ex post* particolari rimedi protettivi che *ex ante*, invece, non erano stati pattuiti.

Per di più, una tutela “rigida” attribuita all’imprenditore, che sia tutta incentrata sull’equa valorizzazione della sua partecipazione e non sulla correttezza sostanziale del procedimento seguito per addivenire al cambio di controllo, è in grado di generare effetti controproducenti tali da impedire il compimento di operazioni efficienti.

A militare poi verso un approccio teso al restringimento dell’area coperta dal diritto inderogabile è anche la propensione, che si registra attualmente, verso forme di tutela che siano relative piuttosto che assolute. Ed invero, mentre un divieto assoluto ha l’effetto di ostacolare in via definitiva l’adozione di un determinato atto giuridico, un limite che sia invece posto in senso relativo comporta una maggiore elasticità, lasciando al suo destinatario la scelta tra uniformarsi o meno e assoggettandolo, in questo secondo caso, agli oneri derivanti dalla necessità di risarcire in seguito il danno prodotto. Quindi, nel caso in cui un determinato atto risulti essere per il suo destinatario particolarmente utile da fargli accettare il rischio di dover poi eventualmente sostenere i costi derivanti dagli obblighi risarcitori, si registrerebbe un guadagno in termini di efficienza. Una volta realizzato l’atto, infatti, colui a tutela del quale era stato posto il divieto viene a trovarsi in una posizione neutrale (essendo risarcito del danno eventualmente subito), mentre la posizione del destinatario ne risulta migliorata.

Ad ogni modo, sarà possibile registrare un danno solo nel caso in cui il *venture capitalist* abbia tenuto un comportamento opportunistico eseguendo un’operazione distruttiva di valore che non sia giustificata in vista di interessi altrettanto meritevoli di tutela. Ove, invece, la dismissione dell’investimento avvenga a prezzi anche inferiori al valore di recesso, ma ciò sia giustificato dall’esigenza di massimizzare l’investimento al fine di soddisfare le aspettative di rendimento degli investitori del fondo di VC, non si rinvengono ragioni sufficienti per riconoscere la sussistenza di un danno in capo al socio-imprenditore che possa giustificare qualsiasi richiesta di risarcimento. Ed invero, in tali situazioni, non è imputabile alcun inadempimento in capo all’investitore, avendo lo stesso esercitato la facoltà di trascinarsi secondo i canoni di buona fede, ossia conformemente al contenuto del progetto di investimento effettuato.

20. Fusione ed equa valorizzazione: l'azione *ex. art. 2504-quater c.c.*

Anche la disciplina della fusione, che nella logica del disinvestimento si presenta come una possibile alternativa alla co-vendita da trascinamento, consente di effettuare alcune riflessioni circa l'effettiva natura da attribuire alla tutela derivante dall'operatività dei meccanismi di equa valorizzazione.

In particolare, nel nostro ordinamento, seppure tendenzialmente sia da escludersi la possibilità che si possa procedere ad una fusione con integrale conguaglio in denaro, non mancano presidi volti a tutelare la posizione del socio di una società soggetta ad un'operazione di questo tipo. Ed invero, se per i soci di S.r.l. le istanze di protezione risultano soddisfatte dalla possibilità riconosciuta agli stessi di esercitare il diritto di recesso - stante l'espressa previsione della fusione come causa legittimante la sua attivazione ai sensi dell'art. 2473 c.c.-, il venir meno del riferimento a tale operazione come causa di recesso nelle S.p.A. - al di fuori delle ipotesi in cui anche in tale tipo societario la stessa possa qualificarsi indirettamente come ipotesi di recesso quando vi si ricolleghino modifiche statutarie implicite²²⁶ - non priva i soci della stessa di ogni protezione. Al contrario, a tutela del valore attuale della partecipazione, questi potranno esperire l'azione risarcitoria per danni da fusione (*ex. art. 2504-quater c.c.*) che si presenta in grado di compensare in modo soddisfacente la mancata titolarità di un diritto di recesso, riconoscendo al socio che si trovi coinvolto in un'operazione di fusione, a cui non abbia prestato consenso, di citare in giudizio la società risultante dalla fusione per la differenza tra il valore delle azioni precedentemente possedute e il valore delle nuove partecipazioni ricevute in cambio.

L'azione risarcitoria in oggetto ha come presupposto per il suo esercizio, concordemente a quanto deciso dalla stessa Corte di Cassazione²²⁷ che si è pronunciata sul tema, la constatazione che nell'operazione di fusione il rapporto di cambio si sia rivelato

²²⁶ V. *supra* Capitolo III, § 15.1.

²²⁷ Il riferimento è alla Sentenza 21 luglio 2016 n. 15025.

incongruo, non risultando veritiero (per sottovalutazione) il riferimento alla situazione patrimoniale di una delle società che partecipano all'operazione.

Rilevando che del rapporto di cambio la legge richiede la «congruità», la Cassazione chiarisce, però, che con questo il legislatore non abbia inteso pretendere l'assoluta esattezza del concambio; anzi, la stessa Corte mette in luce come non esiste un unico rapporto di cambio valevole per ogni operazione di fusione, ma piuttosto un ventaglio di opzioni che consentono di adeguare il concambio alle peculiarità insite in ogni operazione che si intende realizzare.

Parlando di congruità, la disciplina sembra, quindi, informata ad una visione elastica che lascia agli amministratori la scelta del metodo di valutazione, senza vincolarli ad un metodo specifico. Detto in altri termini, con il richiamo al concetto di congruità, la legge vuole lasciare libero lo spazio a che il corrispettivo della fusione possa essere definito all'esito di una negoziazione che consenta il pieno esplicarsi dell'autonomia privata²²⁸.

Stante poi l'equivalenza tra tali forme di tutela, risulta opportuno circoscrivere l'ambito di operatività dell'azione risarcitoria in esame e, quindi, considerare come incongruo il valore di concambio solo nelle ipotesi in cui la scelta dell'organo amministrativo cada su un valore esterno a quelli rientranti nella gamma di valori ritenuti accettabili, con la conseguenza di provocare, in tal modo, un danno per i soci; se così non fosse e si ammettesse la possibilità di azionare tale tutela ogniqualvolta l'operazione si presenti *ex post* come infruttuosa - configurandosi, pertanto, la fusione *ex se* come un danno giuridico risarcibile - tutte le argomentazioni addotte a sostegno della valida previsione di patti parasociali di rinuncia al recesso sarebbero completamente vanificate.

In conclusione, l'idea è che nell'ambito della valutazione di beni e diritti non vi è spazio per un valore unico che possa considerarsi come oggettivamente certo, ma soltanto per più configurazioni di valore che dipendono da diverse variabili, tra cui, ad esempio, degna di nota, è la natura dell'investimento.

E allora, così come è possibile constatare, nel caso dell'azione risarcitoria *ex. art 2504-quater c.c.*, l'assenza di criteri inderogabili e applicabili in modo indiscriminato ad ogni

²²⁸ Cfr. M. MAUGERI, *Il danno da concambio incongruo*, in *Giur. Comm.*, 2015, n.1.

operazione di fusione, la considerazione che tale azione risarcitoria rappresenti il surrogato del recesso nei casi in cui quest'ultimo non sia esercitabile e che i due rimedi siano volti a proteggere lo stesso valore - ossia il valore attuale della partecipazione - dovrebbe ancor più forzatamente indurre a sostenere l'infondatezza di tutte quelle argomentazioni che difendono l'inderogabilità dei criteri operanti in sede di recesso.

Conclusioni

Il presente lavoro ha cercato di addivenire ad una ricostruzione sufficientemente esaustiva dell'industria di VC secondo una logica che, oltre a delineare la struttura e la disciplina che allo stato attuale governa la relazione negoziale esistente tra imprenditore e *venture capitalist*, si propone anche di individuare possibili soluzioni praticamente adottabili che siano in grado di supportare la formazione di un vivace mercato di VC nei diversi ordinamenti e, in particolare, nell'ordinamento domestico.

Prodromica ai fini di questa ricostruzione è stata la definizione della struttura finanziaria e di governo delle società finanziate tramite VC, i cui tratti distintivi sono tali da differenziare tale forma di investimento rispetto alle altre forme di investimento tradizionali generalmente praticate; strutture che risultano essere l'esito di una negoziazione tra le parti coinvolte e tali da informare la relazione contrattuale esistente così da consentire al *venture capitalist* di liquidare tempestivamente il suo investimento e ripagare gli investitori conformemente a quanto concordato con essi al momento dell'istituzione del veicolo mediante il quale materialmente si realizza l'investimento (ossia il c.d. fondo di VC).

La definizione di una scadenza determina la centralità assunta dal momento del disinvestimento e, tra le varie forme con cui esso si ritiene realizzabile, la centralità della *trade sale* a cui gran parte dell'elaborato è dedicato al fine di far luce sulle dinamiche osservabili in occasione della stessa, sia *ex ante* che *ex post*.

Si è allora ricostruita la disciplina che governa la *trade sale* negli Stati Uniti (ove tale forma di investimento ha trovato origine) e in Italia, affinché potesse procedersi, ponendo attenzione sulle modalità con cui questa si realizza nei due ordinamenti, ad un accertamento del livello di idoneità di entrambe le giurisdizioni a servire le esigenze di *venture capitalists* e imprenditori e dare piena attuazione al regolamento negoziale in forza del quale si sviluppa il loro rapporto.

Dall'analisi così effettuata è emerso come sia la disciplina statunitense che la disciplina italiana presentino dei profili di problematicità che configurano dei veri e propri ostacoli

ad un'effettiva e piena implementazione dell'investimento in capitale rischio; profili di problematicità connessi al rischio di riservare una tutela sovrabbondante all'imprenditore che si realizza mediante il riconoscimento allo stesso di un diritto di opporsi alla scelta del *venture capitalist* di procedere ad una *trade sale* distruttiva di valore, anche nei casi in cui questa non si giustifichi in funzione di un suo comportamento opportunistico.

Nell'ordinamento americano il principale ostacolo è rappresentato dal riconoscimento del c.d. *appraisal right*, che, in quanto *dissenter's right*, consente al socio esterno al processo decisionale di rivendicare il *fair value* della propria partecipazione; e, più nello specifico, all'imprenditore, in presenza di una *trade sale*, di ottenere l'accertamento del valore della propria partecipazione in relazione al valore dell'impresa anteriormente all'operazione a prescindere, quindi, dalla distruzione del valore.

Allo stesso tempo, però, il riconoscimento della legittimità dei c.d. *appraisal waivers* e, in particolare, per effetto del susseguirsi delle pronunce giurisprudenziali così come ricostruite nell'elaborato, di quelli che assumono la forma negoziale delle c.d. *drag-along provisions* - ossia i patti parasociali in forza dei quali un socio si obbliga a dare il suo voto favorevole a una determinata operazione societaria, implicitamente rinunciando alla possibilità di attivare l'*appraisal right* - ha consentito di mitigare in parte tale limite e di segnare un importante passo in avanti nel potenziamento dell'industria di VC.

Diversa è la situazione così come si configura nell'ordinamento italiano in cui, invero, non si registrano gli stessi tentativi di miglioramento, scontrandosi nel concreto tale obiettivo con un diritto societario che non presenta una particolare apertura verso soluzioni private che siano paragonabili a quelle affermatesi nell'ordinamento statunitense. Ciò dipende dall'esistenza di una serie di ostacoli derivanti principalmente sia dall'interpretazione maggioritaria data alle regole di garanzia e di intangibilità di cui agli artt. 2437 e 2473 c.c. (rispettivamente operanti per le S.p.A. e per le S.r.l.) che assistono l'attuale disciplina del recesso (oltre ai limiti derivanti da rimedi equivalenti al recesso, quale la previsione di un *floor* nella co-vendita da trascinamento); sia dal rafforzamento del principio di equa valorizzazione, la cui inderogabilità è riconosciuta nel diritto vivente al di là di quanto emerga dallo stesso diritto scritto.

Si è osservato in particolare come, alla luce della rigida interpretazione delle regole di

garanzia e di intangibilità, si tenda ad attribuire al diritto di recesso una funzione di tutela avente natura inderogabile nei confronti dei soci esterni al processo decisionale che arriva fino al punto di escludere la possibilità di rinunciarvi.

Al contrario, nell'elaborato - partendo dalla constatazione della capacità del diritto di recesso di operare come un diritto di veto tale da ostacolare, di fatto, l'assunzione di alcune deliberazioni adottate dalla maggioranza in sede assembleare e, più nello specifico, sul versante delle operazioni di VC, la potenzialità della volontà contraria dell'imprenditore ad ostacolare l'interesse del *venture capitalist* a disinvestire procedendo ad una *trade sale* - si è valutata l'opportunità di superare tale *empasse* mediante la possibilità di prevedere dei patti parasociali di rinuncia al recesso che dovrebbero ricoprire la stessa funzione assunta dalle *drag-along provisions* nell'ordinamento statunitense.

Seppure si sia registrata finora una scarsa richiesta per tale tipologia di pattuizioni, la loro legittimità sembra poter essere sostenuta alla luce delle molteplici argomentazioni a cui si è fatto riferimento; si passa dall'argomento storico che, nell'inquadrare la nascita e lo sviluppo dell'istituto, evidenzia come sin dall'introduzione della disciplina in materia di recesso si discutesse sulla possibilità di derogarvi e che è tale da giustificare l'inquadramento del recesso come un rimedio di *extrema ratio*; fino ad arrivare all'argomento utilitaristico in forza del quale si rileva come la generale considerazione dell'indispensabilità del recesso a fini di prevenzione di comportamenti opportunistici a danno dei soggetti esterni al processo decisionale non sia sufficiente a spiegare perché tale considerazione dovrebbe arrivare fino al punto di sacrificare interessi ulteriormente meritevoli di tutela.

Si è voluto infatti evidenziare con il presente lavoro che proprio a situazioni concrete e specifiche, quali gli investimenti di VC, l'ordinamento deve rivolgere particolare attenzione, sforzandosi di adattare la disciplina societaria alle stesse applicabili e cercando di non ostacolare gli strumenti rivolti a tale fine. Nell'ambito di tali strumenti rientrano senza dubbio i patti parasociali che, non avendo efficacia reale e obbligando soltanto i paciscenti, rappresentano non un elemento di contrasto al diritto societario

quanto piuttosto un mezzo per porre rimedio, stante l'attuale considerazione della sua prevalente natura imperativa, all'eccessiva rigidità che lo caratterizza.

Pertanto, quando si esaminano patti parasociali che, come quello in esame, sono volti ad ottenere un effetto pratico diverso da quello conseguibile attraverso norme ritenute imperative dall'ordinamento societario, non si configura un'elusione; anzi, è possibile constatare come a caldeggiare un approccio più flessibile sia un'esigenza di sistema legata all'odierna tendenza del nostro ordinamento ad incoraggiare il perseguimento dell'obiettivo di favorire “*la nascita, la crescita e la competitività delle imprese*”; formulazione che sarebbe tale da indurre a considerare prevalente, tra due interpretazioni entrambi plausibili, quella più idonea a supportare la finalità cui il diritto societario tende.

A rendere ancora più problematico il quadro regolatorio così come scaturente dalla configurazione dell'attuale ordinamento societario è l'estensione dell'ambito applicativo del principio di equa valorizzazione al disinvestimento tramite *trade sale* e, in particolare, ad una delle forme con cui esso può essere realizzato: la co-vendita da trascinamento.

Sul punto, in relazione alla vicenda Tecno S.p.A. che assume la funzione di *leading case* in materia, sia il notariato che la giurisprudenza giungono alla constatazione secondo cui nelle ipotesi di disinvestimento forzato - nelle cioè quali il socio è costretto contro la sua volontà a dismettere la propria partecipazione societaria - la protezione dello stesso dal rischio di disinvestire in cambio di un corrispettivo inferiore al valore della propria partecipazione passa attraverso meccanismi di equa valorizzazione ritenuti tali da assicurarli, appunto, il rimborso del valore attuale della partecipazione soggetta a dismissione.

Date queste premesse, tuttavia, notariato e giurisprudenza assumono poi posizioni diverse per quanto attiene alla concreta configurazione dei meccanismi di equa valorizzazione. Nella prospettiva del notariato, la tutela del socio trascinato dipenderebbe dalla previsione del *floor* o, alternativamente, dal diritto di recesso; secondo la giurisprudenza ordinaria, invece, solo il *floor* assumerebbe una funzione protettiva; *floor* che, a prescindere dalla sua configurazione quale rimedio esclusivo o alternativo, dovrebbe sostanzarsi in un

prezzo di vendita almeno pari al valore attribuibile alla partecipazione del socio che esercita il diritto di recesso.

La pronuncia su tale vicenda, quindi, da un lato opera un rinvio alla disciplina del recesso richiamata anche nella disposizione sul riscatto azionario *ex. art. 2437 sexies c.c.*; dall'altro sostiene l'esistenza di un principio generale che imporrebbe l'applicazione di criteri oggettivi di valutazione della partecipazione ogniqualvolta il socio sia obbligato a dimetterla contro la sua volontà e su iniziativa di altri soggetti.

Date queste premesse, l'elaborato ha cercato di dimostrare come - partendo da un confronto tra la co-vendita da trascinamento, da un lato, e il recesso/riscatto, dall'altro, ed evidenziando la non identità delle istanze di protezione nelle suddette fattispecie - la previsione di un *floor* (che dovrebbe assicurare, in caso di esercizio del diritto di trascinamento, come corrispettivo della vendita un prezzo minimo almeno pari al *fair market value* della partecipazione ceduta da determinarsi, appunto, in conformità ai criteri di cui all'*art. 2437-ter c.c.*) risulti in realtà priva di una solida giustificazione e non rappresenti un presidio irrinunciabile; sia perché, nel caso dell'azione risarcitoria *ex. art. 2504-quater c.c.* - configurabile come il surrogato del recesso nei casi in cui quest'ultimo non sia esercitabile - il riferimento generico alla "congruità" del rapporto di cambio manifesta chiaramente la mancata previsione di criteri inderogabili e applicabili in modo indiscriminato; sia in quanto il contesto in cui si inquadra la pattuizione relativa al trascinamento lascia poco spazio per il richiamo a istituti che presentano diversa natura, essendo palese come la previsione di un *floor* nel caso di recesso - e, quindi, di riscatto - si giustifichi alla luce di esigenze tipiche di queste fattispecie che sono invece del tutto estranee al patto di trascinamento.

Ed invero, si è osservato, alla luce di una serie di considerazioni addotte a sostegno, che al collegamento istituitosi con il rinvio contenuto all'*art. 2437-sexies c.c.* tra riscatto e disposizioni sulla valorizzazione e liquidazione della partecipazione del socio recedente non sia corretto riconoscere natura imperativa; anche perché una soluzione che ancorasse la tutela attivabile in sede di trascinamento a quella operante in caso di riscatto/recesso e che, pertanto, concludesse per l'invalidità della clausola di co-vendita ogniqualvolta la stessa non fosse rispettata, risulterebbe inadeguata per eccesso, essendo tale da falsare gli equilibri negoziali raggiunti tra le parti.

Non si spiega, in particolare, la ragione per la quale l'imposizione di un *floor* ancorato al valore di recesso dovrebbe considerarsi la migliore alternativa al fine di assicurare l'equa valorizzazione della partecipazione del socio trascinato rispetto al prezzo così come determinato dall'incontro tra un'offerta proveniente da un terzo e la successiva accettazione da parte del socio trascinate. Nel caso di trascinamento, infatti, l'offerta, in quanto proveniente da un terzo, risulta essere meno soggetta al rischio di scaturire da una scelta qualificabile in ogni caso come arbitraria e opportunistica, dovendosi sostenere come, invece, provenendo da un soggetto esterno alla compagine societaria, la stessa sarà tendenzialmente ancorata alla valutazione di mercato della società e maggiormente vicina al valore reale delle partecipazioni rispecchiando il prezzo che il mercato è disposto a pagare per l'acquisto di quella partecipazione.

Da qui la necessità di limitare l'impatto pratico di un principio che altrimenti opererebbe in modo indiscriminato e di evidenziare come nell'ipotesi di trascinamento la protezione del socio uscente possa essere assicurata anche a prescindere dalla previsione di un *floor* che sia ancorato ai valori di recesso. In particolare, oltre alla possibilità di optare per la previsione, come oggetto specifico di una clausola, di un prezzo minimo - non ancorato però al valore di recesso - in modo da ridurre la discrezionalità del terzo nella determinazione del corrispettivo, è opportuno considerare la possibilità di ammettere senza riserve la validità delle clausole in esame nelle situazioni nelle quali, in alternativa al *floor* e più in generale ai meccanismi di equa valorizzazione, fossero contemplati altri presidi che si dimostrassero di per sé sufficienti a tutelare la posizione del socio uscente; valutazione che risulta essere strettamente correlata alla constatazione che la clausola in esame si inserisce, nella maggior parte dei casi, nel contesto di un più ampio assetto di pattuizioni che regolano l'uscita e che molto spesso includono, tra l'altro, in caso di vendita a terzi, diritti di prelazione previsti in favore del socio trascinato.

In altri termini, la clausola di trascinamento è normalmente accompagnata dalla previsione, a favore del soggetto obbligato al trascinamento, di una o più "contropartite" che sono oggetto di negoziazione tra le parti e che sono tali da indurre alla definizione di un complessivo regolamento contrattuale. Pertanto, ove la relazione negoziale tra le parti abbia la capacità di tutelare gli interessi in gioco in modo soddisfacente, la previsione di ulteriori presidi imposti dall'ordinamento sarebbe priva di quel carattere di

indispensabilità; e allora, fermo restando una possibile utilità nella previsione di un *floor*, lo stesso deve essere considerato non più come una tutela obbligatoria connessa all'applicazione di una disciplina, quale quella del recesso, ritenuta inderogabile, quanto piuttosto - partendo dall'assunto che le parti siano in grado di valutare razionalmente le conseguenze delle clausole in discussione - come possibile esito volontario scaturente da un negoziato intercorso tra le stesse.

Insomma, la peculiare struttura delle operazioni di VC, considerate dal *venture capitalist* un veicolo di investimento necessariamente a tempo definito allo scadere del quale egli potrà pretendere la liquidazione dell'investimento, non consente di esportare senza rilievi soluzioni delineate per circostanze di tutt'altra complessità e natura, ma richiede, al contrario, di muoversi verso un approccio teso al restringimento dell'area coperta dal diritto inderogabile e che propenda, invece, verso forme di tutela che siano relative piuttosto che assolute.

Bibliografia

Dottrina

- ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994;
- AGSTNER P. – CAPIZZI A. – GIUDICI P., *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2020;
- AIFI-ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, *Guida pratica al capitale di rischio. Avviare e sviluppare un'impresa con il venture capital e il private equity*, 2002;
- ALLEN W.T. – KRAAKMAN R. – SUBRAMANIAN G., *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, Aspen, 2012;
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Milano, 2006;
- ANGELICI C., *Between 'Market' and 'Corporation': On Venture Capital and Drag Along*, in *SSRN Electronic Journal*, 2011;
- ANGELICI C., *Fra 'mercato' e 'società': a proposito di venture capitale drag-along*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2011;
- ANGELICI C., *La società per azioni. Vol. I. Principi e problemi*, Milano, 2012;
- ANNUNZIATA F., Sub art. 2473 c.c., in MARCHETTI P. - BIANCHI L.A.- GHEZZI F. –NOTARI M. (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008;
- ANNUNZIATA F. – BUFFA DI PERRERO E., *Commento all'art. 2437*, in MARCHETTI P. – BIANCHI L.A.– GHEZZI F.– NOTARI M. (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2016;
- ANNUNZIATA F., *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- ARDIZZONE L., *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Milano, 2018;
- ASCARELLI T., *Studi in tema di società*, Milano, 1952;

- BABAR S., *The enforceability of appraisal right waivers*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2019;
- BAINBRIDGE S.M., *Corporate Law*, St. Paul, 2020;
- BARCELLONA E., *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004;
- BARTALENA A. – DELLA TOMMASINA L., *Il recesso: un formante per il tipo*, in COSTA C. – MIRONE A. – PENNISI R. – SANFILIPPO P.M. – VIGO R. (a cura di), *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Torino, 2021;
- BIONE M., *Informazioni ed exit: brevi note in tema di recesso nella Spa*, in ABBADESSA P. - PORTALE G.B. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, Torino, 2007;
- BORSARI L., *Codice di commercio del Regno d'Italia annotato*, Torino, 1868-1869;
- BOTTI L., *Clausola di «covendita forzata» e «drag-along»*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016;
- BOZZI L., *La negoziabilità degli atti di rinuncia*, Milano, 2008;
- BOTTI L., *Clausole di covendita e trascinamento*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2022.
- BRACCHI G. – GERVASONI A. (a cura di), *Venti anni di private equity*, Milano, 2006;
- BRATTON W.W. – WATCHER L., *The Case Against Shareholder Empowerment*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2010;
- BUXBAUM R.M., *Facilitative and Mandatory Rules in the Corporation Law(s) of the United States*, in *The American Journal of Comparative Law*, 2002;
- CAGNASSO O., *Recesso ed esclusione del socio: interessi in gioco e "costi" degli strumenti di tutela*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2003;
- CALANDRA BUONAURA V., *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2005;
- CAMPOBASSO G.F., *Manuale di diritto commerciale*, vol. II, Torino, 2018;
- CAPIZZI A. – AGSTNER P. – GIUDICI P., *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;

- CAPPIELLO S., *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2001;
- CHIAPPETTA F., *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Rivista delle società*, 2005;
- COPPOLA C., *La rinuncia ai diritti futuri*, Milano, 2005;
- COSTI R., *I sindacati di voto nella legislazione più recente*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1992;
- CUMMING D.J. – MACINTOSH J.G., *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, in *Journal of Banking & Finance*, 2003;
- CUOMO L. – LOPETUSO A., *Le operazioni di private equity: un case-study*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- D'ALESSANDRO C., *Patti di «co-vendita» (tag along e drag along)*, in *Rivista di diritto civile*, 2010;
- D'ALESSANDRO F., «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». Ovvero: *esiste ancora il diritto societario?*, in *Rivista delle società*, 2003;
- D'ALESSANDRO L.F., *I patti parasociali*, 2003, consultabile su www.notaioricciardi.it;
- DE LUCA N., *Validità delle clausole di trascinamento (“drag-along”)*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2009;
- DE LUCA N., *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013;
- DE LUCA N. - FERRANTE M., *Clausole di accodamento e di trascinamento*, in ABBADESSA P. – PORTALE G.B. (a cura di), *Le società per azioni*, Milano, 2016;
- DE LUCA N., *Il socio “leone”. Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino. Nota alla sentenza della Suprema Corte di cassazione 4 luglio 2018, n. 17498*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2018;

- DE LUCA N., *Dal socio leone all'agnello sacrificale? Considerazioni sulla clausola di recesso a prezzo definito. Nota alla sentenza del Tribunale di Roma, 15 gennaio 2020*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2021;
- DE LUCA N., *Vengo anch'io: no, tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinamento*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- DE NOVA G., *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Rivista di Diritto privato*, 2004;
- DEL LINZ M., *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2012;
- DEL LINZ M., *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along? Nota alla sentenza del Tribunale di Milano, 25 marzo 2011*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2012;
- DE PAOLI AMBROSI R., *Le clausole di co-vendita e trascinamento*, in MARCHETTI C. (a cura di), *Azioni e altri strumenti finanziari*, Milano, 2021;
- DI BITONTO C., *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Le Società*, 2008;
- DI CATALDO V., *Il recesso del socio di società per azioni*, in ABBADESSA P. - PORTALE G.B. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, Torino, 2007;
- DI GIORGIO G. – MURRO P., *Le PMI italiane e la sfida della crescita*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- DI PAOLO M., *Le clausole «drag along». Legittimità e responsabilità del notaio rogante*, in *Vita notarile*, 2013;
- DIVIZIA P., *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2009;
- DIVIZIA P., *Clausole di «tag-along» e «drag-along» e modalità di introduzione nello statuto*, in *Notariato*, 2011;
- DIVIZIA P., *Patto parasociale di russian roulette*, in *Le società*, 2018;
- DONATIVI V., *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2008;
- ENRIQUES L. – SCIOLLA S. VAUDANO, A., *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004;

- ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di “strumenti finanziari partecipativi” in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2005;
- ENRIQUES L., *Società per azioni*, in *Enciclopedia del Diritto Annali X*, Milano, 2017;
- FABBRINI L., *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2009;
- FELICETTI R., *Venture capital, put options e patto leonino: ragioni giuridiche ed economiche per una rilettura*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, 2021;
- FISCH J.E., *A Lesson from Startups: Contracting Out of Shareholder Appraisal*, in *Iowa Law Review*, 2022;
- FISCHEL D.R., *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, in *American Bar Foundation Research Journal*, 1983;
- FRE’ G., *Società per azioni - art. 2325-2461*, in SCIALOJA A. – BRANCA G. (a cura di), *Commentario del Codice civile*, Bologna, 1982;
- GALLETTI D., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000;
- GALLETTI D., *Art. 2437 (diritto di recesso)*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n.310*, Milano, 2005;
- GANTI A., *Distribution Waterfall*, 2021, consultabile su [/www.investopedia.com](http://www.investopedia.com);
- GERVASONI A. – SATTIN F.L., *Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, 2020;
- GIAMPAOLINO G.F., *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock up sociali e parasociali*, in *Riv.Soc.*, 2008;
- GIAMPAOLINO G.F., *Clausola di co-vendita (drag-along) ed equa valorizzazione dell’azione*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2009;
- GILOTTA S., *Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, 2021;
- GILSON R.J., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford Law Review*, 2002;

- GILSON R.J. – SCHIZER D.M., *Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock*, in *Harvard Law Review*, 2003;
- GOMPERS P. – LERNER J., *The Venture Capital Revolution*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2001;
- GRANELLI C., *Il recesso dalle società lucrative di capitali a dieci anni dalla riforma*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2013;
- GRILLI L. – LATIFI G. – MRKAJIC B., *Institutional Determinants of Venture Capital Activity: an Empirically Driven Literature Review and a Research Agenda*, in *Journal of Economic Surveys*, 2019;
- GRIPPO G., *Il recesso del socio*, in COLOMBO G.E. – PORTALE G.B. (a cura di) *Trattato delle società per azioni, Modificazioni statutarie Recesso - Riduzione del capitale*, Torino, 1993;
- GUERRINI L., *Il procedimento di fusione*, in CACCHI PESSANI S. (a cura di), *La fusione*, Torino, 2019;
- HOFFER S. – OESTERLE D.A., *Tax-Free Reorganizations: The Evolution and Revolution of Triangular Mergers*, in *Northwestern University Law Review*, 2014;
- HOLMSTRÖM B., *Moral Hazard and Observability*, in *The Bell Journal of Economics*, 1979;
- IOVENITTI P.M., *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Rivista delle società*, 2005;
- JAEGER P.G., *Il problema delle convenzioni di voto*, Milano, 1989;
- KAPLAN S. – STROMBERG P., *Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring*, in *The American Economic Review*, 2001;
- KAPLAN S. – STROMBERG P., *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, in *Review of Economic Studies*, 2003;
- KLAUSNER M. – LITVAK K., *What Economists Have Taught Us About Venture Capital Contracting*, in *SSRN Electronic Journal*, 2001;
- KORTUM S. – LERNER J., *Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation*, in *The RAND Journal of Economics*, 2000;
- LANDSTRÖM H., *Handbook of Research on Venture Capital*, Cheltenham/Northampton, 2007;

- LERNER J. – NANDA R., *Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2020;
- LIBERTINI M., *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del Codice civile*, in ABBADESSA P. - PORTALE G.B. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, Torino, 2007;
- LIBERTINI M., *Limiti di validità dei patti parasociali*, in *Rules Research Unit Law and Economics Studies Università Commerciale "Luigi Bocconi"*, 2012;
- LIBONATI B., *Riflessioni critiche sui sindacati di voto*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1989;
- LOMBARDO S., *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- MACIOCE F., *Il negozio di rinuncia nel diritto privato*, Camerino, 1992;
- MALIMPENSA E., *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela? (nota a Trib. Milano, ord., 31 marzo 2008)*, *Rivista di diritto societario*, 2010;
- MALIMPENSA E., *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *Rivista di diritto societario*, 2011;
- MALTESE D., *Pubblico e privato nella creazione dei mercati di venture capital negli Stati Uniti e nella Repubblica Popolare Cinese. Quale lezione per l'Unione Europea?*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- MALTONI M., *Questioni in materia di recesso da s.r.l.*, in *Rivista del notariato*, 2014;
- MARASÀ G., *Artt. 2437, 2437-bis, 2437-ter, 2437-quater, 2437-quinquies*, in D'ALESSANDRO F. (a cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, Tomo 2, Padova, 2010;
- MARCHETTI P., *Alcuni lineamenti generali della riforma*, in *Notarlex*, 2003;
- MASCIULLO M., *Sui limiti alla modificabilità a maggioranza dello statuto di una s.r.l.: questioni «più o meno» risolte in tema di clausole di prelazione, esclusione e «drag-along»*, in *Rivista di diritto societario*, 2015;

- MASOUROS P., *Private Ordering and Corporate Governance: The Case of Venture Capital*, in *Digital Access to Scholarship at Harvard*, 2009;
- MASSA F., *Introduzione di drag-along e consenso del socio forzabile*, in *Corriere del Merito*, 2011;
- MAUGERI M., *Il danno da concambio incongruo*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2015;
- MAZZA G.A., *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di Private Equity e Venture Capital*, Milano, 2017;
- MÖSLEIN F. – RENNIG C., *Venture capital and regulatory uncertainty*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- MOSCO G.D. - LOPREIATO S., *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Rivista delle società*, 2019;
- MOSCO G.D., *Gli investimenti in private equity: punti di forza e criticità secondo tre gestori di fondi. Intervista a Marco Baratti, Fabio Canè e Filippo Gaggini*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- MOSCO G.D. - NIGRO C.A., *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- NICCOLINI G., *Recesso per giusta causa del socio di società di capitali*, in *Rivista del Diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1992;
- NIEDDU ARRICA F., *Partecipazioni di controllo, gestione «attiva» delle portfolio companies e attività di direzione e coordinamento*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- NIGRO C.A., *Venture capital-backed firms, trade sales e tutela dell'imprenditore tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*, Roma, 2018;
- NIGRO C.A., *Private Equity and Venture Capital in the United Kingdom. A dialogue with Simon Witney (LSE and Travers Smith, London)*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- NIGRO C.A. - ENRIQUES L., *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- NIGRO C.A. – MALTESE D., *Private equity, mergers e waiver dell'appraisal right: note su un caso statunitense con cenni all'esperienza italiana*, in *Rivista di diritto societario*, 2021;

- NIGRO C.A. – STAHL J.R., *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, in *European Business Organization Law Review*, 2021;
- NIGRO C.A. – GÖZLÜGÖL A.A., *Building an EU Venture Capital Market: What about Corporate Law?*, in GIMIGLIANO G. - CATTELAN V. (a cura di), *Money Law, Capital, and the Changing Identity of the European Union*, Oxford, 2022;
- NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2003;
- NOTARI M., *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- PACIELLO A., *Commento all'art. 2437 - diritto di recesso*, in NICCOLINI G. - STAGNO D'ALCONTRES A. (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004;
- PACIELLO A., *Il diritto di recesso nella s.p.a.: primi rilievi*, in *Rivista del Diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2004;
- PAVONE LA ROSA A., *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società per azioni*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004;
- PERRINO M., *Commento agli artt. 32341 bis -2341 ter*, in ABBADESSA P. – PORTALE G.B. (a cura di), *Le società per azioni*, Milano, 2016;
- PERRINO M., *Società di diritto singolare e clausole derogatorie sul rimborso di azioni per cause statutarie di recesso ulteriori a quelle legali*, in *Le Società*, 2020;
- PERRONE A., *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020;
- PICCOLO R.M., *L'importazione delle clausole di co-vendita e di trascinamento nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Vita notarile*, 2016;
- PISCITELLO P., *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Rivista delle società*, 2005;
- PISCITELLO P., *Recesso del socio*, in *Rivista di diritto societario*, 2008;
- PISCITELLO P., *"Valore di disinvestimento" e tutela del recedente nelle società per azioni*, in *Rivista delle società*, 2015;
- PISCITELLO P., *Commento all'art. 2437 ter*, in ABBADESSA P. – PORTALE G.B. (a cura di), *Le società per azioni*, Milano, 2016;

- PISELLI D., *Il principio di «equa valorizzazione» della partecipazione sociale è riferibile solo all'uscita del socio dalla società?*, in *Le Società*, 2015;
- PONTAROLLO E. – CASÈ M., *Il private equity e l'industria italiana*, in *L'industria*, 2007;
- PORTALE G.B., *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *Rivista delle società*, 2015;
- PRESTI G., *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1982;
- PROVINCIALI R., *Contratti sociali e parasociali*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 1962;
- QUINLIVAN S., *Exercising Drag-Along Rights After Merger Did Not Waive Appraisal Rights*, 2015, consultabile su www.dodd-frank.com;
- RESCIO G.A., *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Rivista delle società*, 1991;
- RESCIO G.A., *I sindacati di voto*, in COLOMBO, G. E., PORTALE, G. B. (a cura di), *Trattato delle società per azioni. Assemblea*, vol. 3, Torino, 1994;
- RESCIO G.A., *I patti parasociali dopo il D. Lgs. 6/2003*, in AA.VV., *I patti parasociali dopo il D. Lgs. 6/2003*, Milano, 2003;
- RESCIO G.A., *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in ABBADESSA P. - PORTALE G.B. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, Torino, 2006;
- RESCIO G.A., *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, in *Rivista di Diritto societario*, 2008;
- RESCIO G.A., *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di «drag-along»?*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2012;
- RESCIO G.A., *Stalli decisionali e roulette russa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2012;
- ROSSANO L., *La natura e la validità della clausola drag along*, in *Rivista del Diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010;
- SACCO GINEVRI A., *Il private equity di Stato: il caso del «Patrimonio Rilancio»*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;

- SAHLMAN W.A., *The structure and governance of venture-capital organizations*, in *Journal of Financial Economics*, 1990;
- SALAFIA V., *Determinazione del valore della partecipazione nel recesso dei soci dalle società di capitali*, in *Le Società*, 2020;
- SANFILIPPO P.M., *I patti parasociali: una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2014;
- SANFILIPPO P.M., *I patti parasociali: una riflessione sulle tecniche di controllo*, in DI CATALDO V. – MELI V. – PENNISI R. (a cura di), *Impresa e Mercato, studi dedicati a Mario Libertini*, Tomo I, Milano, 2015;
- SANGIOVANNI V., *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, in *Notariato*, 2013;
- SANTORO V. – ROMANO G., *Venture capital-backed firm e diritto della crisi d'impresa L'esperienza statunitense e qualche interrogativo riguardo al sistema italiano*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;
- SCARPA D., *Parasocialità come mezzo di controllo esterno della società*, in *Contratto e impresa*, 2011;
- SCARPA D., *Clausole di trascinamento di partecipazione societaria tra struttura e limiti - «Drag along Clause»: Structure and Limits*, in *Giustizia civile*, 2013;
- SCIALOJA A., *Studi sul diritto di recesso nelle società per azioni*, in *Saggi di Vario Diritto*, Roma, 1928;
- SCIOLLA S. – SANDICCHI G. – GOLINELLI M. – CERVO S. – MARINO T.V., *Private equity in Italy: market and regulatory overview*, in *Private Equity and Venture Capital Global Guide*, 2015;
- SCOGNAMIGLIO G., *Le fusioni e le scissioni “semplificate” nella riforma del diritto societario*, in *Rivista del Notariato*, 2003;
- SCOTTI I., *Clausola di «Drag-along» e principio maggioritario*, in *Notariato*, 2015;
- SEMINARA L., *Recesso e diritto al disinvestimento nella fusione e nella scissione di società per azioni*, in *Rivista delle Società*, 2017;
- SMITH D.G., *The Exit Structure of Venture Capital*, in *UCLA Law Review*, 2005;

- STABILINI A. – TRAPANI M, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010;
- STEIN E. – TOPCHE B., *Seeking Venture Capital Investment*, in *Academic Entrepreneurship for Medical and Health Scientists*, 2019;
- STELLA RICHTER M., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2004;
- STELLA RICHTER JR M., *Ancora in tema di recesso e di «modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione»*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2018;
- STELLA RICHTER JR M., *In tema di recesso dalla società a responsabilità limitata*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2020;
- STELLA RICHTER JR M., *Variazioni e puntualizzazioni in tema di recesso dell'azionista*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2020;
- SZEGO B., *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *BANCA D'ITALIA, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale*, 2002;
- SZEGO B., *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2005;
- TABELLINI M., *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*, in *Giur.it*, 2018;
- TAYLOR R., *The Implications of Halpin v. Riverstone National for Drafting and Exercising Drag-Along Provisions*, 2015, consultabile su privateequity.weil.com;
- TIMPANO E., *Le clausole di covendita*, in *Rivista del notariato*, 2019;
- TOFFOLETTO A., *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2004;
- TULLIO P., *Gli investimenti corporate nelle start-up: il corporate venture capital*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021;

- VAN DEN BERGHE L.A.A. – LEVRAU A., *The Role of the Venture Capitalist as Monitor of the Company: a corporate governance perspective*, in *Corporate Governance*, 2002;
- VEASEY E.N., *Should Corporation Law Inform Aspirations for Good Corporate Governance Practices-Or Vice Versa?*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2001;
- VENTORUZZO M., *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Rivista delle società*, 2005;
- VENTORUZZO M., *Sub art. 2391bis*, in MARCHETTI P. - BIANCHI L.A.-GHEZZI F. –NOTARI M. (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005;
- VENTORUZZO M., *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012;
- VENTORUZZO M., *Ancora su modifiche dei diritti di voto e partecipazione dei soci e diritto di recesso*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017;
- VITALI M., *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013;
- VITERBO C., *Il diritto di recesso verso la sua fine*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1933;
- WANG L. – WANG S., *Buybacks as an Efficient Strategy for Venture Capital in Emerging Markets*, in *Pacific-Basin Finance Journal*, 2017;
- WERTHEIMER B.M., *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, in *Duke Law Journal*, 1998;
- ZANARONE G., *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2003;
- ZANARONE G., *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in ABBADESSA P. e PORTALE G.B. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, Torino, 2007;
- ZANARONE G., *La società a responsabilità limitata. Un modello “senza qualità”?* (*Un ideale dialogo con Oreste Cagnasso*), in IRRERA M. (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino 2020;

- ZANONI A., *Venture Capital e diritto azionario: esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, 2010;
- ZIDER B., *How Venture Capital Works*, in *Harvard Business Review*, 1998;

Fonti normative italiane e internazionali

- American Bar Association, Committee on Corporate Laws, Model Business Corporation Act (MBCA), 2017.
- NO 457 A.2d 701 (Del. 1983), Corte Suprema del Delaware, Weinberger contro UOP, Inc.
- No. 9796-VCG (Del. Ch. Feb. 26, 2015), Court of Chancery del Delaware, Halpin v. Riverstone National, Inc.
- NO.354, 2020, Corte Suprema del Delaware, Manti Holdings, LLC, e altri contro Authentix Acquisition Company, Inc.
- C.A. No. 2017-0887-SG Court of Chancery del Delaware, Manti Holdings, LLC, e altri contro Authentix Acquisition Company, Inc., Memorandum Opinion, 14 agosto 2019;
- Codice di commercio del Regno D'Italia, annesso alla Legge del 2 aprile 1882.
- Consiglio Notarile di Milano, Commissione Società, Massima n.74, 22 Novembre 2005.
- Consiglio Notarile di Milano, Commissione Società, Massima n.88, 22 Novembre 2005.
- Corte d' Appello di Roma, Sez. II, sentenza 3 febbraio 2020 n.782.
- Corte Suprema di Cassazione, sentenza 21 luglio 2016 n. 15025.
- Corte Suprema di Cassazione sentenza 1° giugno 2017, n. 13875.
- Corte Suprema di Cassazione, sentenza 4 luglio 2018, n. 17498.
- Corte Suprema di Cassazione, sentenza 22 maggio 2019, n. 13845.
- Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative.
- Delaware General Corporation Law (Title 8, Chapter 1 Delaware Code).
- Legge 3 ottobre 2001, n. 366, Delega al Governo per la riforma del diritto societario.
- Regio decreto 16 marzo 1942, n. 262, Approvazione del testo del Codice civile.
- Tribunale di Milano, ordinanza del 31 marzo 2008.
- Tribunale di Milano, VIII Sezione Civile, *decreto del 25 marzo 2011*.
- Tribunale di Milano, sentenza del 31 luglio 2015.
- Tribunale di Roma, Sez. Impresa, sentenza 903 del 15 gennaio 2020.
- Trib. Roma, III Sezione Civile, sentenza 19708 del 19 ottobre 2017.