

Clausole statutarie

# Clausole statutarie di covendita e trascinamento

a cura di PAOLO DIVIZIA

**Il contributo si propone di analizzare nei profili strutturali la complessa tipologia delle clausole *tag along*, *drag along* e *bring along* di recente diffusione nel panorama societario italiano, cercando di offrire altresì un modello redazionale capace ad un tempo di coniugare l'incisività delle scelte di *governance* societaria e la tutela dei diritti soggettivi del socio. Delicato si profila il compito di adeguamento spettante al notaio, principale operatore giuridico chiamato a dare una lettura coerente con l'ordinamento societario italiano a questo vero e proprio "manifesto futurista" anglosassone in ambito di clausole statutarie (\*).**

## 1. Introduzione ed individuazione dell'ambito di indagine

Nel campo societario, la clausola di prelazione impone al socio - qualora questi intenda alienare la propria partecipazione - di preferire gli altri soci ai terzi a parità di condizioni. Essa rappresenta la declinazione in ambito commerciale del diritto di prelazione, riconosciuto, in campo contrattuale, dalla legge (c.d. "prelazione legale") o dalla volontà delle parti (c.d. "prelazione pattizia") (1).

Più in generale, con la clausola di prelazione lo statuto subordina l'iscrizione nel libro dei soci al fatto che l'alienante abbia previamente offerto le azioni ai soggetti indicati (ad esempio, gli altri soci) e che detti prelazionari non abbiano accettato l'offerta, rendendo libera la circolazione dei titoli.

A differenza del gradimento, però, la prelazione si contraddistingue per un profilo positivo: la decisione non solo impedisce l'ingresso del terzo non gradito, ma determina l'acquisto da parte del beneficiario. In altre parole, nell'ipotesi di gradimento colui che esercita il diritto di veto si limita a sbarrare l'ingresso in società all'estraneo; nella prelazione, invece, colui che esercita il potere di impedire l'ingresso nella compagine sociale ne sopporta anche il costo, dovendosi sostituire - a parità di condizioni - all'acquirente proposto dal socio alienante e garantendo a quest'ultimo lo stesso corrispettivo percepibile attraverso la libera vendita sul mercato.

Come è stato attentamente osservato in dottrina, la differenza in parola diviene meno netta nelle ipotesi di prelazione c.d. impropria, in cui il prezzo al quale il titolare del diritto di prelazione può acquistare non è lo stesso offerto dal terzo, ma è quello che risulta dall'applicazione di criteri diversi, non ultimo da un arbitraggio (2).

Sempre in generale, può dirsi che la funzione delle clausole di prelazione - per quanto variamente elaborate dall'autonomia statutaria - sia quella di mantenere omogenea ed inalterata la struttura della compagine, creando un duplice ostacolo sia all'entrata di nuovi soggetti sia alla modificazione degli esistenti rapporti di forza fra i soci, conservando allo stesso tempo all'azionista (intenzionato a vendere) la concreta possibilità di conseguire il valore economico "reale" della propria partecipazione. In tal modo risulta tutelato e protetto un interesse dei soci.

La clausola di prelazione tutela, tuttavia, anche l'interesse della società all'omogeneità della compagine sociale e, quindi, in ultima analisi, al buon funzionamento dell'ente.

In seno al vasto tema della prelazione in ambito societario, un crescente interesse è recentemente

### Note

(\*) Un ringraziamento particolare è rivolto a Francesco Alberini, avvocato in Milano, per aver messo a disposizione dell'autore, nel rispetto della vigente normativa di settore, materiali e bozze di modelli statutari, dal cui esame sono derivate in parte le presenti riflessioni.

(1) Fra i più recenti contributi in materia di prelazione si segnala F. Crivellari, *La circolazione immobiliare ed il diritto di prelazione*, in *Notariato*, 2008, 447 ss.

(2) Cfr. L. Stanghellini, *Commento all'art. 2355-bis c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società. Azioni (artt. 2346-2362 c.c.)*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, 559 ss.

mostrato dagli operatori in relazione alle clausole di “covendita” e di “trascinamento” di fonte statutaria.

Le clausole in parola sono tradizionalmente collocate all'interno dei patti parasociali delle società per azioni (e con minore frequenza delle società a responsabilità limitata), con l'espressa finalità di disciplinare l'ingresso di nuovi soci di maggioranza nell'assetto proprietario di un ente solitamente a ristretta compagine sociale (3).

È stato poi affermato che l'attuale diffusione di dette clausole (definite in base al funzionamento *tag along*, *drag along* e *bring along*) negli statuti societari è riconducibile all'introduzione - dopo la riforma del 2003 - di limiti di durata massima anche per i patti parasociali delle società per azioni non quotate e quindi alla loro congenita instabilità temporale (4).

Dette clausole si differenziano profondamente per struttura e finalità operative, pur conservando punti di contatto con il genotipo della clausola di prelazione; esse, quindi, meritano una disamina separata, anche nei profili di tecnica redazionale.

## 2. La clausola tag along

La clausola *tag along* (altrimenti detta, con denominazione meno frequente *piggy back*) è generalmente posta a tutela dei soci di minoranza. Essa attribuisce, infatti, a questi ultimi il diritto a profittare delle condizioni economiche ottenute dal socio di maggioranza in caso di vendita della relativa partecipazione rilevante. In forza di questa clausola, il soggetto intenzionato a cedere la propria partecipazione potrà farlo a condizione di ottenere dal suo acquirente l'impegno all'acquisto delle residue quote alle medesime condizioni a lui riconosciute; il socio di minoranza ha, quindi, il diritto di “co-vendere” a fronte di una offerta irrevocabile di acquisto proveniente dal terzo acquirente.

In questo modo, i soci di minoranza possono avvantaggiarsi della forza contrattuale di cui gode sul mercato il socio di maggioranza, ad esempio nella determinazione del prezzo unitario di vendita, eventualmente comprensivo di un “premio di maggioranza”.

Con il patto di covendita si ottiene, altresì, il risultato di aver adeguata certezza della sorte delle diverse partecipazioni, indipendentemente dall'entità di queste o dal fatto di aver partecipato attivamente alle negoziazioni per la cessione (5).

La clausola *tag along* pone, quindi, specularmente in capo al socio di maggioranza (come di seguito spiegato, solitamente il partner industriale), che intende vendere ad un terzo la propria partecipazione, un obbligo consistente nel procurare in favore del socio di minoranza un'offerta di acquisto delle quote partecipative da esso detenute; detta offerta dovrà provenire nei modi e nei tempi pattuiti nello statuto dal terzo acquirente, il quale è obbligato ad acquistare alle medesime condizioni convenute con il socio di maggioranza.

Il socio di minoranza, in ogni caso, beneficia del diritto derivante dal *tag along*, ma resta libero di vendere o meno la propria partecipazione; in altre parole, il socio di minoranza è titolare di un diritto, il socio di maggioranza è gravato da un obbligo (e, indirettamente, lo è anche il terzo acquirente).

Nella stesura della clausola, sarà quindi opportuno descrivere con precisione:

- il soggetto su cui grava il peso del *tag along* ed i soggetti a cui vantaggio opera il meccanismo;
- il presupposto negoziale che dà luogo al *tag along*, ossia la vendita (o più in generale, la cessione) a terzi del pacchetto di maggioranza;
- la scansione procedimentale della fattispecie, con particolare riguardo ai rapporti fra i soci di minoranza ed il terzo acquirente;

---

### Note:

(3) In particolare, con accordo pattizio, distinto e separato dallo statuto, ai soci è data la possibilità di disciplinare precise condotte sociali (qui genericamente descritte) quali: a) con il diritto di *tag along* o di covendita, la tutela della posizione dei soci di minoranza, ai quali è assicurata una way-out in caso di vendita del pacchetto di maggioranza; b) con il diritto di *bring along* o di trascinamento, si attribuisce ai nuovi soci di controllo il potere di acquisire l'intero pacchetto azionario (o la maggioranza di rilievo), senza essere costretti a subire la presenza di soci di minoranza ostili.

(4) Questa è la sintetica posizione espressa nella Massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano, in *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2008, 255. Con riferimento alla denominazione, il nome è di per sé evocativo della matrice anglosassone delle clausole in esame, le quali - come immaginabile - comportano una serie di conseguenze sul piano interpretativo in caso di acritica importazione delle stesse nel nostro ordinamento societario; oltre a quanto argomentato nel presente contributo, sul più generale tema dei cc.dd. “contratti alieni” si veda G. De Nova, *Il contratto alieno*, Torino, 2008. Sul tema si veda anche C.F. Giampaolino, *Stabilizzazione della compagine sociale e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008, 148 ss. ed in particolare 154.

(5) In ordine all'ambito di applicazione è stato affermato che “si tratta di una clausola diffusa nelle *holding*, dove vi sono soci con peso diverso, la cui partecipazione potrebbe risultare irrilevante per il controllo della società, con il conseguente rischio di rimanere congelata e priva di reale valore, in quanto nessuno avrebbe interesse al suo acquisto”, così L. Cappucci, *Clausole di covendita: Tag-Along, Piggy Back, Drag-Along, Bring-Along*, consultabile sul sito [www.newsmercati.it](http://www.newsmercati.it)

– le condizioni di acquisto da offrirsi ai soci di minoranza e la parte di azioni oggetto della contrattazione (totalità ovvero percentuale di partecipazione proporzionale a quanto trasferito dal socio di maggioranza).

### 3. La coercibilità delle clausole *tag along*. La tesi della natura obbligatoria

Discusso è il regime di coercibilità della clausola *tag along*.

Una parte della dottrina sostiene che il vincolo derivante da una clausola *tag along* sia meramente obbligatorio (6).

Sotto il profilo strutturale, è possibile ricondurre la clausola *tag along* nello schema della promessa del fatto del terzo, ai sensi dell'art. 1381 c.c.; in altre parole, il soggetto obbligato al *tag along*, ossia il socio di maggioranza, è tenuto a procurare la covendita al socio di minoranza e per far ciò, tuttavia, deve assicurare a questi che la cessione del relativo pacchetto azionario avvenga alle condizioni negoziate per la cessione di maggioranza.

È quindi evidente che il soggetto obbligato al *tag along* risponde della condotta del terzo acquirente, assicurando al socio di minoranza che detto terzo procederà ad acquistare la partecipazione alle condizioni pattuite. Ci si trova, quindi, dinanzi ad una obbligazione di garanzia consistente nell'assunzione del rischio della non-esecuzione di ciò che è stato promesso; il promittente è, quindi, obbligato al versamento dell'indennità non in quanto inadempiente per il rifiuto del terzo, ma in quanto garante di un comportamento poi non tenuto (alla stregua di una assicurazione) (7). Coerente è, dunque, il ricorso al termine "indennità" e non "risarcimento", adoperato dal legislatore per indicare una prestazione avente carattere non già sanzionatorio, bensì assicurativo.

In alternativa, potrebbero predisporci delle clausole penali ovvero si potrebbe ricorrere alla costituzione di un pegno sulle azioni del socio di maggioranza obbligato (8).

Va da sé che la presente ricostruzione dogmatica e le forme di tutela aggiuntiva suggerite mostrano ancora la loro utilità qualora dette clausole di covendita siano inserite in un patto parasociale.

La prospettiva ricostruttiva, invece, muta ove esse siano collocate in seno allo statuto, circostanza che ne determina una variazione della natura e degli effetti.

#### **(segue): la tesi proposta della natura reale ed il superamento del problema a mezzo della tecnica redazionale**

Come noto, la discussione in ordine all'efficacia obbligatoria o reale delle clausole statutarie limitative della circolazione delle partecipazioni sociali è storicamente accesa (9).

La diatriba acquisisce rilievo ai fini dell'individuazione dei rimedi esperibili in caso di violazione delle clausole, indicati dai sostenitori della natura obbligatoria, nel risarcimento del danno e, dai sostenitori della natura reale, nell'inopponibilità dell'acquisto alla società ed ai soci aventi diritto alla prelazione e, talvolta, anche nel diritto di riscatto spettante a questi ultimi.

L'indirizzo prevalente (10) sembra orientato nel senso di ritenere che le clausole limitative della circola-

#### Note:

(6) Netta è la posizione assunta nel breve commento di L. Ponti, P. Pannella, *La preferenza nel diritto societario e successorio*, Milano, 2003, 221.

(7) In dottrina si vedano E. Betti, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Tratt. dir. civ. it.*, a cura di F. Vassalli, Torino, 1993, 563 e G. Scalfi, *La promessa del fatto altrui*, Milano, 1955, 45 ss.

(8) In dottrina si è avanzata anche la possibilità di inserire a carico dell'obbligato una *put option* al fine di dare maggiore certezza all'adempimento; peraltro, mentre l'inadempimento di un obbligo di covendita - riconducibile nello schema della promessa del fatto del terzo - comporta l'obbligo di prestare una indennità, l'inadempimento di una *put option* porta al risarcimento del danno, con effetti più favorevoli per l'avente diritto, cfr. L. Ponti - P. Pannella, *op. cit.*, 221. Gli autori in parola prospettano anche il rischio derivante da un accordo simulato, relativamente al prezzo, fra il socio di maggioranza ed il terzo, cui potrebbe adeguatamente risponderci in chiave preventiva deferendo ad un terzo la determinazione del valore delle partecipazioni.

(9) Per un'esauriente esposizione dei diversi orientamenti, si veda V. Meli, *La clausola di prelazione negli statuti della società per azioni*, Milano, 1991, 35 ss.; può affermarsi, in estrema sintesi, che la questione è collegata al riconoscimento della natura parasociale o sociale delle clausole in questione, a seconda che siano ritenute espressive del solo interesse dei soci o anche degli interessi della società.

(10) In tal senso, per tutti, v. G. F. Campobasso, *op. cit.*, 245-246 e P. Dal Soglio, *Commento all'art. 2355-bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, I, 329 ss., secondo il quale è più corretto parlare di "limiti all'assunzione della legittimazione di socio" piuttosto che di "limiti all'iscrizione nel libro dei soci" (come accadeva prima della Riforma), poiché, ai sensi dell'art. 2355, "il giratario di azioni nominative è legittimato all'esercizio di tutti i diritti sociali anche in assenza dell'iscrizione". In giurisprudenza, recentemente, v. Cass. 14 gennaio 2005, n. 691, in *Le società*, 2005, 1520 ss., con nota di A.A. Rinaldi, *Validità della clausola di prelazione nella vendita fallimentare di quote di s.r.l.* La teoria sostenitrice dell'efficacia reale era prevalente anche prima della riforma: v. S. Vita, *La circolazione del titolo azionario*, in *Trattato teorico pratico delle società - Le società di capitali* a cura di G. Schiano Di Pepe, 206 ss. e le sentenze ivi citate.

zione contenute nello statuto sociale (e risultanti dal titolo *ex art. 2355-bis, u.c., c.c.*) abbiano efficacia reale e che la loro violazione non incida sulla validità del trasferimento posto in essere, ma (salva una diversa volontà delle parti espressa nello statuto) sulla legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, poiché detto trasferimento sarebbe inopponibile alla stessa società.

Permane, tuttavia, una certa incertezza sui rimedi esperibili dai prelazionari (11).

Particolarmente significativa, a tal proposito, è una non più recente decisione della Corte di Cassazione la quale, dopo aver sottolineato la natura sicuramente parasociale del patto di prelazione tra i soci - in quanto avente ad oggetto un diritto, quello alla partecipazione sociale, compreso nel patrimonio personale di ciascun socio - evidenzia come l'inserimento del patto nello statuto "valga a conferirgli anche una coloritura ulteriore, questa volta di carattere sociale. Se non si vuol negare significato a un comportamento che le parti hanno liberamente scelto di assumere, è giocoforza ritenere che, con l'inserimento della clausola di prelazione nell'atto costitutivo, si sia inteso attribuire a detta clausola, al pari di qualsivoglia altra pattuizione riguardante posizioni soggettive individuali dei soci che venga iscritta nello statuto dell'ente, anche un valore rilevante per la società, la cui organizzazione e il cui funzionamento l'atto costitutivo e lo statuto sono destinati a regolare. Clausole come quelle di prelazione o di gradimento hanno l'effetto di incidere sul rapporto fra l'elemento capitalistico e quello personale della società, accrescendo il peso del secondo elemento rispetto al primo nella misura che i soci ritengano di volta in volta più adatta alle esigenze dell'ente. Non stupisce, dunque, che esse possano assolvere anche ad una funzione specificamente sociale ed è questo il senso più evidente della loro collocazione nello statuto organizzativo della società" (12).

Applicando il medesimo criterio di indagine suggerito nella citata decisione appare possibile riconoscere valore sociale ed organizzativo alla clausola *tag along*, in quanto essa incide pesantemente sull'intero asse societario ogni qualvolta si proceda ad una alienazione della partecipazione di maggioranza, determinando appunto la covendita di tutto o di una quota della restante parte del capitale sociale.

Riconosciuta per questa via, dunque, valenza sociale alla clausola *tag along*, consegue che ad essa vada attribuita efficacia *erga omnes*.

L'inserimento nello statuto della clausola in oggetto eleva la stessa a regola dell'ordinamento societario, conoscibile da parte di tutti per la pubblicità legale cui essa è sottoposta e le attribuisce, così, efficacia reale; in conseguenza, i suoi effetti sono opponibili anche al terzo acquirente, perché si tratta di una regola del gruppo organizzato, alla quale non potrebbe non sottostare chiunque volesse entrare a farvi parte.

Sul punto vale anticipare quanto espresso dalla Massima I.I. 25 del Comitato Notarile del Triveneto nella parte in cui afferma espressamente che "dette clausole sono opponibili ai terzi acquirenti in quanto risultanti dal testo di statuto depositato nel registro delle imprese" (13).

Nell'ambito della tesi che riconosce efficacia reale alle clausole di prelazione statutaria, non vi è, però, concordia di opinioni sulle conseguenze della violazione del patto.

Rinviando ad altra sede la trattazione di questo dedicato profilo (14), giova solo ricordare che pare prevalere in dottrina e in giurisprudenza, la tesi, secondo la quale la violazione della clausola di prelazione societaria comporterebbe soltanto l'inefficacia del negozio di trasferimento.

Nell'ambito di quest'unico orientamento si sono formate due principali correnti di pensiero.

Una prima opinione ha affermato l'inefficacia del trasferimento solo nei confronti della società, di tal che dinanzi ad una cessione valida ed efficace fra le parti, l'ente sarebbe legittimato a rifiutare l'iscrizione dell'acquirente a libro soci (15).

#### Note:

(11) G. F. Campobasso, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Torino, 2006, 246, ritiene che il trasferimento sia inefficace anche nei confronti dei prelazionari e che ad essi debba essere riconosciuto il diritto di riscatto. Di avviso contrario C. Angelici, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 2, Torino, 1991, 194 ss., il quale distingue due profili di efficacia, l'efficacia reale sul piano dell'organizzazione societaria e l'efficacia obbligatoria relativamente alla tutela degli interessi individuali dei soci prelazionari e, in conseguenza di ciò, ritiene che a detti soci non spetti un diritto di riscatto, ma soltanto il risarcimento dei danni. Per un recente contributo ricostruttivo delle differenti teorie, si veda M. Leocata, *L'opzione e la prelazione societaria dopo la riforma: fra nuove figure e vecchie questioni*, in *Le società*, 2008, 684 ss.

(12) In questi termini si esprime la significativa Cass. 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. comm.*, 1997, 520 ss., con nota di E. Scimeni.

(13) La massima è consultabile sul sito ufficiale [www.trivenetogjur.it](http://www.trivenetogjur.it); sottolinea la funzione organizzativa delle clausole in parola (ma con specifico riferimento ad una clausola *drag along*) il Tribunale di Milano, ordinanza 31 marzo 2008, in *Le società*, 2008, 1373, con nota di C. Di Bitonto, *Clausola statutaria di drag along: chi era costei?*, nella parte in cui afferma che "può rispondere ad un interesse sociale nella misura in cui mira anche a disinnescare a priori la conflittualità interna alla società che potrebbe essere alimentata dal peso in concreto della quota di minoranza e da un possibile abuso del potere di controllo, e quindi a garantire l'omogeneità della compagine sociale e la coesione dei soci".

(14) Oltre agli autori segnalati nelle note precedenti, si rinvia a C.A. Busi, *Le clausole di prelazione nella s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2005, 453 ss.

(15) In questi termini si esprime il Tribunale Catania del 20 novembre 2002, in *Le società*, 2003, 597, con nota di M. Leocata.

Altra opinione ha, invece, sostenuto l'inefficacia assoluta dell'alienazione, nei confronti tanto della società quanto dei soci, i quali, quindi, sarebbero anch'essi legittimati ad agire in giudizio (16).

Interessante ricordare, infine, la posizione di recente assunta dalla Corte di Cassazione che sembra affermare la tesi dell'inefficacia del contratto anche tra le parti, sostenendo che "in via di principio, è possibile ammettere che il trasferimento della partecipazione in una società di capitali sia a certi fini efficace ed operante tra le parti indipendentemente dalla sua opponibilità alla società. Tuttavia, quando si tratti di una società a responsabilità limitata, le cui quote non sono naturalmente destinate alla circolazione, una siffatta distinzione è scarsamente plausibile e, comunque, richiederebbe una valutazione in concreto dell'ipotetica volontà in tal senso espressa dai contraenti interessati, non potendosi di sicuro presumere che essi abbiano inteso perfezionare il trasferimento della quota anche a prescindere dalla concreta successiva possibilità, per il cessionario, di esercitare nei confronti della società i diritti inerenti alla qualità di socio. (...) Corretta appare dunque la decisione impugnata laddove afferma che la mancata espressione del consenso degli altri soci, espressamente richiesto dallo statuto della società a responsabilità limitata in caso di trasferimento di quote della società per atto tra vivi, rende il trasferimento della quota inefficace anche tra le parti del contratto di cessione" (17).

La tesi ricostruttiva da ultimo esposta appare, ad avviso di chi scrive, la più convincente, modulando l'inefficacia della cessione sia nei rapporti fra le parti, sia nei confronti della società.

Al fine di sottrarsi, però, ai rischi derivanti dai mutevoli orientamenti giurisprudenziali (anche di legittimità) sul punto, sembra opportuno intervenire sotto il profilo della tecnica redazionale ed assicurare la realtà degli effetti della clausola in due modi:

- a) ricorrendo al meccanismo condizionale, di seguito descritto;
- b) precisando che l'iscrizione a libro socio del terzo acquirente è subordinata al rispetto delle modalità di acquisto indicate nello statuto.

#### Analisi di una clausola-tipo e commento

### DIRITTO DI TAG-ALONG

1. Qualora uno o più soci di maggioranza ('Socio di maggioranza') intendano trasferire in tutto o in parte le proprie azioni ordinarie a favore di un terzo ('Offerente'), di tal che il risultato finale sia la fuoriuscita della maggioranza del capitale sociale, essi dovranno darne comunicazione all'altro socio ovvero a tutti gli altri soci ('Socio di minoranza') e all'organo amministrativo, mediante lettera raccomandata con avviso di ricevimento inviata presso la sede della società ed al domicilio di ciascun socio risultante dal libro soci.

La comunicazione deve contenere le generalità dell'offerente, il prezzo offerto e le condizioni del trasferimento.

#### Osservazioni

Come detto, il presupposto operativo della clausola è la cessione da parte del socio di maggioranza ad un terzo della propria partecipazione, di modo che vi sia una fuoriuscita dalla società della maggior parte del capitale sociale. È evidente che, al fine di evitare manovre elusive, il diritto di tag along può esser fatto valere dal socio di minoranza anche qualora la cessione sia effettuata in più tranches, coordinate fra loro.

È poi possibile fissare una percentuale del capitale sociale trasferito, al di sotto della quale il diritto di tag along non sorge.

I soci possono altresì stabilire per via statutaria una definizione di "socio di maggioranza", al fine di prevenire controversie in ordine all'interpretazione del termine (maggioranza assoluta o relativa sul capitale sociale).

2. Ogni socio di minoranza interessato all'esercizio del diritto di tag along deve far pervenire al socio comunicante e all'organo amministrativo la dichiarazione di esercizio del diritto di tag along con lettera raccomandata consegnata alle poste non oltre 10 (dieci) giorni dalla data di spedizione (risultante dal timbro postale) della comunicazione di cui sopra.

#### Note:

(16) In questi termini in giurisprudenza si segnalano *ex multis* Tribunale Milano 23 settembre 1991, in *Giur. it.*, 1992, I, 2, 240; Tribunale Roma 4 maggio 1998, in *Riv. dir. comm.*, 1999, II, 65, ed anche Tribunale Napoli 4 giugno 1993, in *Giur. comm.*, 1994, II, 705, con nota di M. Colucci. In dottrina si veda per tutti la posizione di G. F. Campobasso, *op. cit.*, 246 e per una ampia ricostruzione della problematica G. A. Rescio, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 596 ss.

(17) In questi termini si esprime Cass. 30 settembre 2005, n. 19203, in *Vita not.*, 2006, I, 145 ss., con nota di S. Miranda.

**Osservazioni**

È possibile prevedere che tutte le comunicazioni fra le parti necessarie all'espletamento corretto della procedura in esame possano svolgersi ricorrendo a mezzi alternativi, purché essi garantiscano la prova dell'avvenuto ricevimento delle comunicazioni nel rispetto dei termini.

3. Nel caso in cui venga perfezionato l'accordo di trasferimento fra il socio di maggioranza ed il terzo offerente, il socio di maggioranza dovrà far sì che il terzo offerente presenti al socio di minoranza un'offerta di acquisto ai medesimi termini e condizioni.

4. Ogni socio che abbia esercitato il diritto di *tag along* avrà diritto di trasferire tutte o parte delle proprie azioni possedute alla data di ricevimento della comunicazione medesima, a favore dell'offerente, in aggiunta alle azioni dei soci che hanno effettuato la comunicazione in questione.

5. Tale diritto avrà per oggetto tutte le azioni ovvero un numero massimo di azioni determinato secondo la seguente formula:

**Osservazioni**

In questo punto della clausola può essere introdotto anche un sistema matematico di calcolo per determinare il numero massimo di azioni interessate dal *tag along*.

Ad esempio:

$$x = y * (w/z)$$

Dove si precisa che: "x" è il numero di azioni che ciascun socio di minoranza avrà diritto di disporre a favore dell'offerente; "y" è il numero di azioni possedute dal socio di minoranza che intenda esercitare il diritto di *tag along*; "w" è il numero delle azioni originariamente oggetto dell'offerta; "z" è il numero delle azioni ordinarie possedute dai soci di maggioranza che hanno effettuato la comunicazione di cui sopra. A ben vedere, il rapporto (w/z) altro non è che la frazione del complessivo pacchetto azionario di maggioranza oggetto di cessione.

Nel caso in cui "x" non sia un numero intero, la cifra espressa da "x" dovrà essere arrotondata al numero superiore o inferiore più vicino.

6. L'offerta di acquisto proveniente dal terzo deve essere irrevocabile per un periodo di 30 giorni dal ricevimento dell'offerta stessa. Durante il periodo indicato il socio di minoranza resta libero di accettare o meno detta offerta.

7. L'accettazione da parte del socio di minoranza dovrà avvenire nel termine indicato con le modalità sopra indicate.

8. Decorso il termine di 30 giorni senza che vi sia stata accettazione per iscritto da parte del socio di minoranza le relative offerte da parte del terzo si intenderanno decadute senza ulteriori formalità ed il socio di maggioranza potrà dare esecuzione al trasferimento azionario in favore del terzo offerente.

9. L'efficacia del trasferimento della partecipazione dal socio di maggioranza al terzo acquirente dovrà essere, con apposita clausola, sospensivamente condizionata al corretto svolgimento della procedura sopra descritta a tutela del socio di minoranza che abbia esercitato il diritto di *tag along*.

10. Il socio di maggioranza si asterrà in ogni caso dal vendere o comunque trasferire le proprie azioni a favore dell'offerente ove quest'ultimo non accetti di acquistare le azioni degli altri soci di minoranza che abbiano comunicato la propria intenzione di esercitare il diritto di *tag along* nelle proporzioni come sopra calcolate.

**Osservazioni**

È data alle parti la possibilità di prevedere che, in caso di rifiuto da parte del terzo di acquistare anche le azioni dei soci di minoranza, queste ultime vadano in parte a sostituirsi alle azioni del socio di maggioranza cosicché il terzo vada ad acquistare la medesima quantità di azioni pattuite, distribuendo però l'acquisto in favore di tutti i soci.

Con riferimento al comma 9, va detto che la previsione statutaria impone in tal modo al socio di maggioranza di inserire una condizione sospensiva ad hoc nella proposta di vendita indirizzata al terzo.

11. Nell'ipotesi di trasferimento di azioni eseguito senza l'osservanza di quanto sopra prescritto, l'acquirente non avrà diritto di essere iscritto nel libro soci e non sarà legittimato all'esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi.

**Osservazioni**

In questo modo, come già osservato, si conferisce efficacia reale alla clausola *tag along* inserita nello statuto.

**4. La clausola drag along, ossia il "diritto ad essere trascinati"**

La clausola *drag along* presenta profili di forte similitudine con la clausola *tag along*, differenziandosi, però, principalmente per la struttura ed il funzionamento.

Schematicamente può dirsi che in forza di detta clausola il socio venditore (di norma socio di maggioranza) è titolare della facoltà di vendere, insieme alla propria partecipazione, anche le azioni dell'altro socio, solitamente di minoranza, assicurandogli le medesime condizioni contrattuali ed il medesimo prezzo unitario ottenute nella propria contrattazione (18).

Il verbo inglese *drag* (ossia "trascinare") ben esprime l'essenza operativa della clausola; con il patto di trascinarsi, infatti, si consente al socio di minoranza di "essere trascinato" nella negoziazione (e coinvolto ovviamente, al buon esito della trattativa, anche nel medesimo negozio di cessione).

Il socio di minoranza ha, dunque, con le precisazioni di cui *infra*, il diritto di essere trascinato.

La clausola in analisi persegue due distinte finalità:

1) da un lato, al pari della clausola *tag along*, essa mira ad offrire al socio di minoranza una adeguata forma di tutela nelle ipotesi di cessione del pacchetto di maggioranza, consentendogli di spuntare un prezzo migliore rispetto a quello ottenibile con una contrattazione sul mercato. Questa clausola è solitamente intesa ad aumentare il valore della partecipazione sociale venduta, consentendo al titolare del diritto di *drag along* di fruire dell'eventuale "premio di maggioranza";

2) dall'altro, essa - pur consentendo al titolare del diritto di *drag along* di ottenere migliori condizioni nella negoziazione - assicura la possibilità per l'acquirente di acquistare fino al 100% del capitale e di non avere scomodi soci di minoranza; in tal modo, si rende più appetibile sul mercato l'operazione di acquisizione della maggioranza (o della totalità) di una società-bersaglio.

#### *(segue) ambito di applicazione economico*

Le clausole *drag along* vengono solitamente richieste dalle banche d'affari, dai fondi di investimento o, più in generale, dal c.d. partner finanziario. Detti soggetti, infatti, sono accomunati dall'obiettivo di intendere la partecipazione societaria come forma di investimento finanziario a breve o medio termine; l'acquisto e la detenzione di un pacchetto azionario ha il dichiarato scopo di ottenere una elevata remunerazione del capitale investito, eventualmente raccolto presso terzi (investitori privati).

Il partner finanziario (salve ipotesi più complesse in cui esso è rappresentato da un investitore istituzionale, quale il Ministero del Tesoro che opera sulla base di direttive politiche oltre che economiche pure) ha tendenzialmente lo scopo di acquistare una partecipazione per poi rivenderla, ad un dato tempo, per realizzare un congruo rientro dell'investimento di capitale realizzato.

È agevole intuire come una clausola *drag along*, in grado di assicurare a colui che esce dalla compagine sociale un prezzo di realizzo più alto di quello ottenibile sul mercato cedendo una partecipazione non di maggioranza, sia vista di buon grado da coloro che mirano ad un elevato prezzo di realizzo.

#### *(segue): clausole drag along e operazioni di venture capital*

Per le ragioni indicate, la clausola *drag along* è sovente richiesta nelle operazioni c.d. di *venture capital* (19). In estrema sintesi, il *venture capital* può definirsi come una forma di finanziamento, con apporto di capitale di rischio a imprese medie-piccole o che generano utili dopo un periodo di tempo. Il finanziamento viene realizzato attraverso l'acquisto di una partecipazione azionaria, in molti casi effettuato da un fondo chiuso, al cui capitale partecipano intermediari finanziari, investitori privati e fondi pensione.

Il contratto tra il *venture capitalist* e l'impresa prevede normalmente lo *staging*: i fondi necessari per realizzare il progetto imprenditoriale vengono erogati in fasi successive, a condizione che determinati obiettivi reddituali e di crescita siano stati raggiunti.

Al *venture capitalist* viene attribuita la partecipazione di minoranza della società, unitamente - di norma - a significativi poteri di controllo sulla gestione dell'impresa.

Il fine ultimo perseguito dal *venture capitalist* è ovviamente quello speculativo e consiste nella rivendita della partecipazione di minoranza a terzi (cc.dd. partner industriali), interessati alla gestione della società,

#### Note:

(18) La clausola in esame può anche essere strutturata in favore di un socio che già detiene la maggioranza del capitale, qualora si ravvisi l'interesse a negoziare una partecipazione molto ampia o addirittura l'intero capitale sociale (si pensi all'ipotesi in cui lo statuto imponga quorum assembleari "rafforzati" su determinate materie, tali da imporre a chi acquista il raggiungimento di una posizione dominante in assemblea ordinaria solo detenendo la quasi totalità del capitale sociale). In dottrina si veda P. Manganelli, *Pattuizioni particolari*, in U. Draetta - C. Monesi (a cura di), *I contratti di acquisizione di società e aziende*, Milano, 2007, 591 ss.

(19) Sulle operazioni di *venture capital* e, più in generale, di *private equity* si rinvia a S. Bruna, *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 821 ss.

dopo che essa ha superato la delicata fase dell'avviamento (in cui è stata supportata dai capitali esterni dei soci finanziatori) ovvero sia stata riqualificata e rilanciata sul mercato (*growth capital*) (20).

Il *venture capitalist* al momento dell'investimento iniziale negozia l'inserimento nello statuto della società di alcune clausole atte a garantire:

- a) da un lato, un influsso nella *governance* societaria per tutto il periodo di permanenza (ad es., con l'attribuzione di azioni con diritti amministrativi particolari, quali la nomina di membri del Consiglio di Amministrazione);
- b) dall'altro, forme di remunerazione privilegiata (quali dividendi in misura maggiorata e diritti negli aumenti di capitale successivi);
- c) infine, modalità di uscita dalla compagine societaria trasparenti e vantaggiose, mirate alla massimizzazione dell'investimento finanziario fatto a medio termine: questa finalità è perseguita proprio dalle clausole *tag-along* e *drag along* in commento, le quali saranno strutturate di volta in volta a seconda della richiesta avanzata dal *venture capitalist*.

Diversa è la prospettiva del partner industriale, il quale predilige l'acquisto di rilevanti pacchetti azionari al fine di gestire la società e di dettare stabilmente le linee della *governance*; in quest'ottica - speculare a quella del partner finanziario - la partecipazione oggetto di acquisizione è tanto più allettante quanto essa è in grado di garantire in seno all'assemblea ordinaria un consistente peso (e, dunque, indirettamente sulla composizione del nuovo organo amministrativo). È quindi evidente l'interesse del partner industriale di acquisire una partecipazione tale da eliminare, o tendenzialmente minimizzare, i condizionamenti negativi dei soci di minoranza.

Il partner industriale, tuttavia, beneficia degli effetti della clausola *drag along* solo in via indiretta, essendo nella sua ottica preferibile una clausola *bring along* di seguito in commento.

#### **(segue): analisi delle differenze fra clausola *tag along* e *drag along***

Le differenze rispetto alla clausola *tag along* sono così sintetizzabili:

- 1) la clausola *tag along* attribuisce il diritto di covendita al socio di minoranza, garantendogli tutela indennitaria o risarcitoria (qualora la si configuri con efficacia obbligatoria) oppure inibendo il dispiego degli effetti traslativi della cessione di maggioranza ove non sia rispettata la procedura in favore del socio di minoranza (qualora si ricorra al meccanismo condizionale in grado di garantire tutela reale); al contrario, la clausola *drag along* attribuisce il diritto di trascinarsi (o più correttamente "ad essere trascinato") al socio di minoranza dinanzi ad un socio di maggioranza che intende alienare la propria partecipazione;
- 2) in entrambi i casi, l'iniziativa economica che costituisce il presupposto applicativo della clausola è riferibile al socio di maggioranza che intende piazzare sul mercato la propria partecipazione; nel meccanismo *drag along*, tuttavia, il socio di minoranza è direttamente coinvolto nella negoziazione fatta dal socio di maggioranza con il terzo (21) (non limitandosi, cioè, ad accodarsi - dal verbo inglese "tag" - con un separato contratto al primo contratto stipulato fra socio di maggioranza e terzo (22)). A ben vedere, infatti, le azioni del socio di minoranza sono incluse nella proposta di vendita fatta dal socio di maggioranza al terzo acquirente, ossia costituiscono parte dell'oggetto di quella proposta.
- 3) il socio di minoranza, quindi, con la clausola *tag along* conserva un margine di discrezionalità, potendo rifiutare l'offerta irrevocabile di acquisto proveniente dal terzo estraneo anche ove detta offerta sia corredata dalle condizioni di acquisto vantaggiose previste dallo statuto; nella clausola *drag along*, invece, il margine discrezionale scende, atteso che se le condizioni di vendita sono quelle previste per il socio di maggioranza, il socio di minoranza non potrà opporsi al fatto che la propria partecipazione sia conglobata in tutto o in parte nella proposta di vendita fatta nei confronti del terzo acquirente; in altri termini, se

#### **Note:**

(20) Peraltro non è escluso che l'operazione in sé possa portare alla quotazione della società stessa; significativa sul punto è l'iniziativa del c.d. "Mercato Expandi" pensata per le imprese con bassa capitalizzazione (il capitale minimo previsto è fissato in 1 milione di euro). Il "Mercato Expandi" è un comparto del mercato borsistico italiano nato nel 2003, dalla riorganizzazione e sostituzione del c.d. mercato ristretto. Esso oggi comprende diverse ed importanti società, fra cui Ferrovie Nord Milano s.p.a. e Autostrade Meridionali s.p.a.; per un approfondimento sul punto si rinvia al sito internet [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

(21) Le clausole oltre a prevedere la possibilità di attribuire ad un terzo un mandato a vendere l'intera partecipazione (in questo modo assicurandosi l'impegno del socio minoritario alla cessione della propria quota) possono deferire ad un terzo arbitratore (ad esempio, un dottore commercialista di fiducia) la fissazione di un prezzo di vendita.

(22) La soluzione del contratto separato è tuttavia poco diffusa nella pratica per motivi di ordine pratico e fiscale; sovente le azioni del socio di minoranza - anche nel *tag along* - sono conglobate in una sola transazione. In tal modo si sfuma un elemento differenziale che intercorre fra la struttura - tipo del *tag along* e del *drag along*.



le condizioni economiche sono rispettate, la posizione del socio di minoranza - seppur titolare in forza della clausola di un "diritto" di *drag along* - muta di fatto in un "obbligo al trascinarsi", non essendovi quello *spatium deliberandi* presente invece nella clausola *tag along* (sfumandosi così i confini con la clausola di *bring along*).

4) l'efficacia reale della clausola *drag along* si manifesta in tutta evidenza nella misura in cui - al verificarsi del presupposto contrattuale - il socio di minoranza è tenuto a stipulare un contratto di deposito fiduciario dei titoli ed a conferire ad un terzo (o al socio di maggioranza stesso) una procura a vendere (di seguito in commento).

#### Analisi di una clausola-tipo e commento

### DIRITTO DI DRAG-ALONG

1. Qualora uno o più soci di maggioranza ('Socio di maggioranza') intendano trasferire in tutto o in parte le proprie azioni ordinarie a favore di un terzo ('cessionario'), di tal che il risultato finale sia la fuoriuscita della maggioranza del capitale sociale, essi dovranno darne comunicazione all'altro socio ovvero a tutti gli altri soci ('Socio di minoranza') e all'organo amministrativo, mediante lettera raccomandata con avviso di ricevimento inviata presso la sede della società ed al domicilio di ciascun socio risultante dal libro soci.

La comunicazione deve contenere le generalità del cessionario, il prezzo offerto e le condizioni del trasferimento.

#### Osservazioni

*Come detto, anche in questo caso il presupposto operativo della clausola è la cessione da parte del socio di maggioranza ad un terzo della propria partecipazione, di modo che vi sia una fuoriuscita dalla società della maggior parte del capitale sociale. È evidente che, al fine di evitare manovre elusive, il diritto di drag along può esser fatto valere dal socio di minoranza anche qualora la cessione sia effettuata in più tranches, coordinate fra loro.*

*È poi possibile fissare una percentuale del capitale sociale trasferito, al di sotto della quale il diritto di drag along non sorge.*

*È molto importante che l'offerta fatta dal terzo individui precisamente chi sarà il cessionario reale del pacchetto azionario coinvolto dalla clausola di drag along. Espressamente debbono essere escluse forme di proposta di acquisto per sé o per persona da nominare. Come previsto a chiare lettere dal Tribunale di Milano nella recente ordinanza 31 marzo 2008, in seno al drag along è necessario creare un meccanismo procedimentale volto a proteggere il socio di minoranza dal fatto che dietro il terzo non agisca, in realtà, il socio di maggioranza, che in contrasto con il dovere di buona fede e di salvaguardia dell'altrui interesse negoziale, anziché attivare il diritto di trascinarsi per non perdere una condizione di realizzo particolarmente vantaggiosa, si serve dello schermo di un terzo per ottenere l'espulsione del socio di minoranza (23).*

*Con riferimento, poi, alle condizioni di trasferimento è opportuno che la denuntiatio sia completa in tutti i profili contenutistici al fine di consentirne una seria e consapevole valutazione.*

2. Al verificarsi del presupposto oggettivo indicato, il socio di maggioranza avrà il diritto di richiedere agli altri soci di minoranza di vendere la medesima percentuale di azioni (proporzionale alla percentuale di azioni negoziata dal socio di maggioranza) al medesimo terzo cessionario alle stesse condizioni pattuite per sé.

3. Ogni socio di minoranza è obbligato a cooperare con il socio di maggioranza e ad assumere ogni iniziativa e/o comportamento che risulterà necessario per il perfezionamento della cessione al terzo acquirente. All'uopo, a semplice richiesta proveniente dal socio di maggioranza, il socio di minoranza sarà tenuto a sottoscrivere un contratto di deposito fiduciario ed una procura a vendere, nei termini e con la forma degli atti di seguito allegati alle lettere "A" e "B" al fine di perfezionare la procedura di *drag along*.

#### Nota:

(23) Cfr. Tribunale Milano, ordinanza 31 marzo 2008, cit., 1377; nel corpo dell'ordinanza è dato leggere a riguardo che "Pertanto certamente risulta in contrasto con la *ratio* e con la finalità di tutela anche di esigenze organizzative della società che una siffatta clausola persegua, la possibilità che il terzo offerente non sia «nominato», che cioè non possa stabilirsi immediatamente che il meccanismo della co-vendita è attivato in presenza di una effettiva e reale possibilità per il socio di maggioranza di dismissione della partecipazione". Questo accorgimento non è, ad avviso di chi scrive, necessario nella formulazione della clausola di *tag along*, in cui il socio di minoranza non è in posizione di soggezione e conserva un margine di discrezionalità, potendo rifiutare l'offerta irrevocabile di acquisto proveniente dal terzo estraneo ove detta offerta sia corredata dalle condizioni di acquisto ritenute non convenienti ovvero il reale cessionario del pacchetto azionario non sia *ex ante* conoscibile.

**Osservazioni**

Come detto, lo strumento del deposito fiduciario e della procura a vendere (conferibile anche al socio di maggioranza) consentono di includere le azioni soggette al trascinamento in una sola proposta di vendita, al fine di concludere una sola transazione complessiva. In tal modo, il titolare del diritto di *drag along* partecipa direttamente alla negoziazione con il terzo, non riducendosi ad un mero “accodamento”.

Lo statuto fa, dunque, sorgere un obbligo di stipula in capo al socio di minoranza di un separato contratto di deposito fiduciario e di una procura a vendere.

4. Le azioni soggette al *drag along* saranno quindi incluse nell'unica proposta di vendita agli stessi termini e condizioni già concordate fra il socio di maggioranza ed il terzo cessionario.

**Osservazioni**

Come osservato, l'inclusione in una sola proposta contrattuale è elemento differenziale rispetto alla clausola *tag along pura* (salvo quanto osservato alla nota 22).

4-bis. In ogni caso il valore di cessione del pacchetto azionario detenuto dal socio di minoranza e soggetto al *drag along* non potrà essere inferiore al valore di liquidazione dello stesso, calcolato in base ai criteri legali previsti per il recesso, cui espressamente si rimanda.

**Osservazioni**

Come più ampiamente analizzato nell'ultimo paragrafo del presente contributo, è importante che lo statuto fissi a protezione del socio di minoranza un valore minimo per la dismissione del pacchetto azionario di spettanza; il richiamo alla disciplina del recesso fa sì che si garantisca l'equa valorizzazione dei titoli azionari detenuti e soggetti al *drag along*, come espressamente previsto sia dalla Massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano sia dal Tribunale di Milano 31 marzo 2008 in commento (che sanziona con la nullità una clausola di *drag along* priva di questo correttivo).

La scelta redazionale in parola è dunque ispirata ad un criterio di prudenza, quanto meno in una fase - come quella attuale - di iniziale diffusione delle clausole in analisi ed in mancanza di un orientamento giurisprudenziale consolidato sul punto; non può, dunque, aprioristicamente escludersi l'inserimento di correttivi differenti voluti dalle parti, espressione del principio di autonomia statutaria, fermi restando i limiti inderogabili di legge.

5. Nell'ipotesi di trasferimento di azioni eseguito senza l'osservanza di quanto sopra prescritto, l'acquirente non avrà diritto di essere iscritto nel libro soci e non sarà legittimato all'esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi.

**Osservazioni**

In questo modo, come già osservato, si conferisce efficacia reale alla clausola *drag along* inserita nello statuto.

**5. La clausola bring along, ossia il “diritto a trascinare”**

La clausola *bring along* costituisce una variante della clausola *drag along*; essa disciplina, infatti, il diritto “di trascinare” nella negoziazione, avente ad oggetto la partecipazione di maggioranza al capitale sociale, anche le partecipazioni di altri soci. Al contrario, la clausola *drag along* pura attribuisce il diritto “ad essere trascinati”, ossia ad essere coinvolti in una negoziazione di trasferimento di rilevanti quote del capitale sociale (24).

Più semplicemente, il beneficiario diretto di una clausola *drag along* è di norma il socio di minoranza, cui viene assicurata la possibilità di essere coinvolto direttamente in un cambiamento di titolarità della partecipazione rilevante; per contro, il beneficiario diretto di una clausola *bring along* è il socio di maggioranza, che in caso di cessione del proprio pacchetto azionario avrà la facoltà di obbligare anche il socio di minoranza (o più soci, costituenti la minoranza assembleare) a cedere il proprio.

Le differenze fra le due clausole sono molto sfumate e, come sopra indicato, si evidenziano nel modo di formulazione del testo e della individuazione del soggetto titolare del diritto; non può negarsi, infatti, che la contrapposizione più frequentemente rinvenibile negli statuti (in cui spesso si utilizzano i termini *drag* e *bring* indistintamente) è quella fra diritto di *tag* e di *bring along*.

**Nota:**

(24) Nella scarna letteratura scientifica dedicata a queste clausole, va segnalato che spesso i termini *drag along* e *bring along* sono utilizzati senza riconoscere la differenza qui effettuata a fini accademici, ossia non operandosi il distinguo fra diritto attribuito alla minoranza o alla maggioranza; non si opera la distinzione nella breve nota esplicativa a firma di L. Cappucci, *Clausole di covendita: Tag-Along, Piggy Back, Drag-Along, Bring-Along*, consultabile sul sito [www.newsmercato.it](http://www.newsmercato.it)

Tecnicamente, fra gli effetti derivanti dalla clausola di *bring along* vi è quello di creare in capo al socio di minoranza uno stato di soggezione.

Come accennato, questa tipologia di clausola è vista con grande interesse dall'aspirante partner industriale, il quale di norma punta all'acquisto di partecipazioni rilevanti, costituenti un investimento stabile nel tempo e finalizzato alla gestione della società, con modifiche strutturali della *governance*. È poi evidente che l'inserimento di una clausola *bring along* può risultare utile nella prospettiva di un terzo acquirente che intende investire stabilmente nella società in tutte quelle situazioni in cui il socio di minoranza abbia un peso rilevante, anche a prescindere dalla misura della partecipazione al capitale. Si pensi, nell'ambito della nuova società a responsabilità limitata, il caso in cui ad un socio di minoranza sia stato attribuito, in ragione delle comprovate qualità tecnico-manageriali, un diritto di veto sulle nomine dei membri dell'organo amministrativo ovvero una facoltà di nomina rilevante.

In queste ipotesi la clausola *bring along* rappresenta la risposta più efficace per chi intende acquistare il controllo della società-bersaglio; è stato osservato che "caso tipico è la promessa dell'acquisto di una partecipazione societaria condizionata al raggiungimento della disponibilità di un determinato quorum: in queste circostanze diviene indispensabile l'adesione degli altri partner, per cui è opportuno dotarsi preventivamente di un adeguato regolamento contrattuale" (25) ovvero di una clausola *bring along*, in difetto della quale si rischia di rimaner intrappolati nella società-bersaglio, senza averne di fatto il controllo.

Può essere avanzata una ricostruzione dogmatica della clausola in parola.

Come detto, la clausola *bring along* determina la nascita in capo al socio di maggioranza del diritto di trascinare il socio di minoranza nella trattativa, con beneficio indiretto del terzo acquirente (ancora) estraneo alla compagine sociale.

La clausola può essere ricondotta nello schema del patto di opzione di vendita a favore del terzo condizionato. In essa si distinguono così i ruoli: il socio di minoranza, assume la veste di *promittens*, il socio di maggioranza quella di *stipulans*, mentre l'acquirente esterno ricopre il ruolo di terzo.

Il patto di opzione racchiude in sé una proposta irrevocabile di vendita avente ad oggetto parte o l'intera partecipazione del socio di minoranza-*promittens*. L'interesse giuridicamente rilevante in capo allo *stipulans* è rappresentato dal far acquistare al terzo un pacchetto azionario "maggiorato", quantitativamente sufficiente ad assicurargli la direzione della *governance* societaria.

Detto patto di opzione a favore del terzo è però sospensivamente condizionato ad un duplice evento:

- che venga ceduto il pacchetto di maggioranza (nella misura percentuale superiore alla soglia minima indicata dallo statuto) e ciò integra una condizione sospensiva casuale;
- che il socio di maggioranza manifesti la volontà di vendere al terzo, dismettendo la propria partecipazione (ipotesi riconducibile nell'alveo della condizione sospensiva potestativa lecita) (26).

#### Analisi di una clausola-tipo e commento

### DIRITTO DI BRING-ALONG

1. Qualora il socio di maggioranza intenda trasferire in tutto o in parte le proprie azioni ad un terzo cessionario, che abbia formulato un'offerta di acquisto di dette azioni, il socio di maggioranza ha il diritto di offrire in vendita al terzo cessionario anche un numero di azioni possedute dal socio di minoranza, nelle proporzioni calcolate secondo ... [*richiamo ad un sistema di calcolo come quello visto per la clausola tag along*], ai medesimi termini e condizioni previsti per la vendita delle proprie azioni.

#### Osservazioni

*Il diritto di bring along pone il socio di minoranza in uno stato di soggezione; detto diritto è attribuito al socio di maggioranza che può dunque trascinare il socio di minoranza nella trattativa.*

#### Note:

(25) In questi termini si esprime L. Cappucci, *op. cit.*

(26) Sul punto merita di essere riportato l'inquadramento dogmatico offerto dal citato Tribunale di Milano ordinanza 31 marzo 2008 con riferimento ad una clausola *drag along* (ma che, ad avviso di chi scrive, è qualificabile come *bring along* nella classificazione qui offerta) nella parte in cui afferma "il meccanismo statutario predetto può essere ricostruito come prevedente la concessione da parte del socio di minoranza (promittente) al socio di maggioranza (stipulante) di «un'opzione *call* a favore di terzo» (beneficiario determinabile in ragione della disponibilità ad acquisire con proposta irrevocabile l'intero capitale) sulla partecipazione di minoranza, sospensivamente condizionata dal fatto che lo stipulante riceva un'offerta di acquisto dell'intero capitale sociale e che il promittente non intenda esercitare il diritto di prelazione sulla quota di maggioranza"; nella nota a commento di C. Di Bionto, *cit.*, 1382, si analizza e confuta altresì una ricostruzione della clausola nello schema del contratto per persona da nominare (opinione ricondotta altresì ad altro autore, cfr. D. Proverbio, *I patti parasociali*, Milano, 2004, 72).

*Lo statuto può prevedere che tutte le azioni del socio di minoranza siano suscettibili di bring along oppure può fissare una percentuale massima, da calcolarsi con un metodo matematico prestabilito (come quello sopra ipotizzato nella clausola tag along).*

2. I soci di minoranza avranno l'obbligo di vendere la relativa percentuale di azioni ai medesimi termini e condizioni previsti per la vendita delle azioni del socio di maggioranza.

3. Nel caso in cui il cessionario intenda acquistare azioni che rappresentino meno del ...% (... per cento) dell'intero capitale sociale, al socio di maggioranza non spetterà alcun diritto di bring along.

#### **Osservazioni**

*Il diritto di bring along sorge solo in occasione del trasferimento a terzi del pacchetto di maggioranza e garantisce di fatto al terzo acquirente la possibilità di acquistare il controllo della società, riducendo o azzerando l'influsso dei soci di minoranza.*

*Sarebbe opportuno altresì modulare l'operatività del diritto di bring along anche per le ipotesi in cui due o più soci di minoranza si accordino per vendere congiuntamente le rispettive partecipazioni, ottenendo di tal fatta in via convenzionale una maggioranza sul capitale sociale.*

4. [indicazione delle forme di comunicazione (e dei mezzi alternativi che comunque assicurino la prova dell'avvenuta ricezione) da utilizzarsi fra le parti in detta procedura, come per la clausola tag along].

#### **Osservazioni**

*Anche nella clausola bring along, è molto importante che l'offerta fatta dal terzo individui precisamente chi sarà il cessionario reale del pacchetto azionario coinvolto. Espressamente debbono essere escluse forme di proposta di acquisto per sé o per persona da nominare. Come previsto a chiare lettere dal Tribunale di Milano nella recente ordinanza 31 marzo 2008, è necessario creare un meccanismo procedimentale volto a proteggere il socio di minoranza dal fatto che dietro il terzo non agisca, in realtà, il socio di maggioranza, che in contrasto con il dovere di buona fede e di salvaguardia dell'altrui interesse negoziale, anziché attivare il diritto di trascinarsi per non perdere una condizione di realizzo particolarmente vantaggiosa, si serva dello schermo di un terzo per ottenere l'espulsione del socio di minoranza.*

*Con riferimento, poi, alle condizioni di trasferimento è opportuno che la denuntiatio sia completa in tutti i profili contenutistici al fine di consentirne una seria e consapevole valutazione.*

4-bis. In ogni caso il valore di cessione del pacchetto azionario detenuto dal socio di minoranza e soggetto al bring along non potrà essere inferiore al valore di liquidazione dello stesso, calcolato in base ai criteri legali previsti per il recesso, cui espressamente si rimanda.

#### **Osservazioni**

*Come più ampiamente analizzato nell'ultimo paragrafo del presente contributo, è importante che lo statuto fissi a protezione del socio di minoranza un valore minimo per la dismissione del pacchetto azionario di spettanza; il richiamo alla disciplina del recesso fa sì che si garantisca l'equa valorizzazione dei titoli azionari detenuti e soggetti al bring along, come espressamente previsto sia dalla Massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano sia dal Tribunale di Milano 31 marzo 2008 in commento (che sanziona con la nullità una clausola priva di questo correttivo). Anche in questo caso, come sopra indicato, la scelta redazionale è ispirata ad un criterio di prudenza, quanto meno in una fase - come quella attuale - di iniziale diffusione delle clausole in analisi ed in mancanza di un orientamento giurisprudenziale consolidato sul punto; non può, dunque, aprioristicamente escludersi l'inserimento di correttivi differenti voluti dalle parti, espressione del principio di autonomia statutaria, fermi restando i limiti inderogabili di legge.*

5. L'acquisto di tutte le azioni ordinarie, possedute dal socio di maggioranza e dal socio di minoranza, offerte in vendita ai sensi del presente articolo dovrà essere contestuale.

6. Nell'ipotesi di trasferimento senza l'osservanza di quanto sopra prescritto, l'acquirente non avrà diritto di essere iscritto nel libro soci e non sarà legittimato all'esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi.

#### **Osservazioni**

*In questo modo, come già osservato, si conferisce efficacia reale alla clausola bring along inserita nello statuto.*

### **6. Clausole di covendita e di trascinarsi e rapporti con l'art. 2355-bis c.c.**

#### **a) La risultanza delle limitazioni dal titolo azionario**

Come argomentato in precedenza l'inserimento nello statuto di clausole limitative della circolazione del-

le azioni ha l'effetto di dotare le stesse di efficacia reale, rendendole opponibili *erga omnes*. In altri termini, il regime di circolazione "aggravato" delle azioni (o più in generale delle partecipazioni) diviene opponibile ai terzi acquirenti e consente alla società di rifiutare l'iscrizione nel libro soci del possessore *ad legitimationem* nell'ipotesi in cui la sua modalità di acquisto contrasti con il tenore delle clausole statutarie limitative. Questo effetto è consequenziale alla natura giuridica del titolo azionario, il quale è riconducibile nel più ampio *genus* del titolo di credito a letteralità attenuata, il cui contenuto è fissato in parte da fonti estranee al documento, le quali - in quanto soggette a regime di pubblicità legale - sono accessibili e conoscibili dal possessore *per relationem* (27).

Nel caso di specie l'azione incorpora la partecipazione alla società, il cui contenuto è dato dalle clausole dell'atto costitutivo e dello statuto; nel momento in cui si inseriscono delle condizioni limitative alla circolazione delle azioni, però, la semplice pubblicità rappresentata dall'inserimento delle clausole nello statuto non è sufficiente, dovendo dette limitazioni risultare dal titolo secondo quanto dispone l'art. 2355-bis, ultimo comma, del codice civile.

In ragione di quanto detto, appare coerente ritenere che la nuova configurazione statutaria (e non più di mero contenuto di patto parasociale) delle clausole di covendita o di trascinamento determini anche per esse l'obbligo di adozione della formalità pubblicitaria di cui all'art. 2355-bis, ultimo comma, del codice civile (28).

L'obbligo di menzione è preordinato ad impedire affidamenti incolpevoli e, dunque, può consentire a chi intende acquistare un pacchetto azionario di valutare bene i termini dell'operazione e le sue conseguenze sotto il piano giuridico ed economico; nelle ipotesi in commento, detta finalità di informazione preventiva giova astrattamente al terzo acquirente su cui si riversano le conseguenze finanziarie dell'applicazione delle clausole di covendita e di trascinamento. Non può tuttavia non sottolinearsi come l'ipotesi abbia scarso rilievo pratico, atteso che ogni operazione di acquisto di pacchetti azionari "di peso" (come quelle che costituiscono il presupposto operativo delle clausole in commento) passa necessariamente attraverso una *due diligence* societaria, fra cui ovviamente vi è l'analisi dello statuto e dei patti parasociali (29).

**b) inserimento e modifica delle clausole statutarie di covendita e trascinamento. La tesi preferibile della regola unanimistica in ragione della incidenza sui diritti soggettivi dei soci**

Le clausole statutarie di covendita e trascinamento possono essere introdotte in occasione della costituzione della società ovvero nel corso della vita sociale.

*Nulla quaestio* in sede di costituzione in cui la struttura contrattuale garantisce l'esistenza di una volontà comune di tutti i soci fondatori a che siano presenti dette clausole. Più complessa è, invece, l'ipotesi di modifica dello statuto sociale, con inserimento *ex novo* di clausole di covendita o trascinamento.

La questione, ricondotta nel più ampio alveo dell'introduzione di limiti o condizioni alla circolazione delle azioni, registra una contrapposizione storica fra giurisprudenza e dottrina.

In sintesi può osservarsi che la giurisprudenza di legittimità ha tradizionalmente assunto un atteggiamento rigoroso ed ha preteso l'unanimità dei consensi a riguardo, osservando che si tratterebbe di una tipologia di clausole destinate ad incidere su diritti individuali del socio (ossia, sul suo diritto di alienare liberamente la propria partecipazione) (30); al contrario, la dottrina prevalente ed alcune isolate decisioni di

**Note:**

(27) Si veda sul punto le ampie trattazioni offerte da F. Martorano, *Lineamenti generali dei titoli di credito e titoli cambiari*, Napoli, 1979, 27 ss. e G. L. Pelizzi, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, 154.

(28) Il ragionamento è dato per assunto e costituisce il presupposto logico-giuridico della Massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano, nella cui motivazione è dato leggere che "il giudizio nei confronti della clausola di covendita merita nuova riflessione allorché la stessa, nelle sue varie configurazioni contenutistiche, assurga a regola statutaria. Le conseguenze che ne derivano in termini di opponibilità alla generalità dei soci, (attuali ma soprattutto futuri) ed ai terzi, esigono infatti che essa si conformi alle regole che l'ordinamento fissa per la validità delle clausole statutarie limitative alla circolazione delle partecipazioni".

(29) L'espressione *due diligence* è stata coniata in ambito bancario per indicare la "dovuta diligenza" che doveva contrassegnare ogni valutazione prima dell'apertura di linee di fido alle imprese. Oggi nel campo societario detta espressione inglese identifica un processo investigativo che viene messo in atto per analizzare valore e condizioni di un'azienda, o di un ramo di essa, per la quale vi siano intenzioni di acquisizione o investimento. In particolare, essa indica quell'insieme di attività svolte dall'investitore, necessarie per giungere ad una valutazione finale, analizzando lo stato dell'azienda nei suoi profili giuridici ed economici, compresi i rischi di eventuale fallimento dell'operazione e delle sue potenzialità future; la *due diligence* consiste nell'analisi di tutte le informazioni relative all'impresa oggetto dell'acquisizione, con particolare riferimento alla struttura societaria e organizzativa, al business e al mercato, ai fattori critici di successo, alle strategie commerciali, alle procedure gestionali e amministrative, ai dati economico-finanziari, agli aspetti fiscali e non ultimi a quelli legali.

(30) Cfr. Cass. 15 luglio 1993, n. 7859, in *Giur. comm.*, 1994, II, 644; Cass. 9 novembre 1993, n. 11057, in *Foro it.*, 1994, I, 1456; Cass. 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. comm.*, 1997, II, 580 e Cass. 26 novembre 1998, n. 12012, in *Giust. civ.*, 1999, I, 414.

merito hanno ritenuto sufficiente una introduzione a maggioranza, atteso che non potrebbe sottrarsi alla dialettica maggioritaria una materia, quale il regime di circolazione dei titoli azionari, che rappresenta sostanzialmente un profilo organizzativo della società (31).

La riforma del 2003 pare aver condiviso l'orientamento espresso dalla dottrina prevalente. L'art. 2437, comma 2, lett. b), c.c. nel testo novellato attribuisce ai soci, che non abbiano concorso alla deliberazione, il diritto di recedere dalla società nel caso di approvazione di deliberazioni riguardanti l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari. Da tale disposizione emerge, dunque, che l'introduzione o la soppressione nello statuto di una clausola limitativa della circolazione delle azioni, qual è la clausola di gradimento, è adottabile con una deliberazione presa dall'assemblea straordinaria secondo le maggioranze previste per le modificazioni dell'atto costitutivo (art. 2365 c.c.) e con il rispetto delle ulteriori necessarie formalità (art. 2436 c.c.). In tale modo viene data preminenza all'interesse organizzativo posto a fondamento dell'adozione di clausole limitative della circolazione delle azioni, rispetto all'interesse del singolo socio alla libera trasferibilità delle azioni (32).

A ben vedere, dunque, potrebbe conseguentemente ritenersi che anche per l'introduzione o la modifica di clausole statutarie di covendita e trascinarsi (anche in ragione di quanto illustrato nel paragrafo 3 del presente lavoro) sia sufficiente la decisione adottata a maggioranza, al pari di ogni altra modifica statutaria.

La soluzione dell'introduzione a maggioranza appare *prima facie* coerente con il sistema e dunque in armonia con i principi ispiratori della riforma, successivamente alla quale le ipotesi di richiesta di "unanimità" risultano essere circoscritte a fattispecie precise.

Detta conclusione, ad avviso di chi scrive, non convince in ragione della tipologia strutturale della clausole in commento. Pertanto si cercherà di dar conto delle differenti ragioni di ordine sistematico in base alle quali pare preferibile propendere comunque per la regola unanimistica, ferma restando la consapevolezza dell'assenza di un orientamento giurisprudenziale consolidato sul punto e del livello "embrionale" di diffusione delle presenti clausole nel panorama societario italiano.

*(segue): l'apodittica soluzione prospettata dalla Massima I.I. 25 del Comitato Notarile del Triveneto e la motivazione quivi proposta*

Il Comitato Notarile del Triveneto dedica alla questione uno specifico intervento. È, infatti, dato leggere nella Massima I.I. 25 del 2006 (*Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro*) che "le clausole statutarie che impongono a determinati soci, ad esempio i soci di minoranza, l'obbligo di cedere ad un giusto prezzo (comunque non inferiore al valore determinato ai sensi dell'art. 2473 c.c.) le loro partecipazioni nel caso in cui altri soci, nell'esempio quelli di maggioranza, decidano di alienare le loro sono legittime a condizione che siano adottate con il consenso di tutti i soci" (33).

La massima è sicuramente condivisibile ma non è provvista di motivazione e richiede l'unanimità dei consensi senza addurre - neanche in maniera sintetica - argomentazioni di sorta.

Ad avviso di chi scrive, la regola unanimistica può essere sostenuta alla luce di alcune considerazioni di ordine sistematico.

In primo luogo, le clausole *tag along*, *drag along* e *bring along* non esauriscono la loro funzione nel dettare una regola di tipo strutturale per la società, ma attribuiscono ora al socio di minoranza, ora al socio di maggioranza (34) dei diritti soggettivi nuovi ed ultronei rispetto alla organizzazione sociale.

Esse determinano, infatti, la nascita di diritti e facoltà in capo ai singoli soggetti nella fase di contrattazione della cessione dei pacchetti azionari (o più in generale delle partecipazioni), condizionando l'esito della stessa. In altri termini, esse mutano la veste giuridica dei soggetti non in un "momento partecipati-

#### Note:

(31) In dottrina si veda in particolare G. F. Campobasso, *op. cit.*, 246 s.; V. Meli, *op. cit.*, 209 ss.; C. Angelici, *La circolazione della partecipazione azionaria*, *op. cit.*, 203 ss. e D. U. Santosuosso, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, Milano, 1993, 256. Per qualche pronuncia giurisprudenziale conforme si vedano Trib. Milano 22 giugno 2001, in *Giur. it.*, 2002, 1898 e App. Milano 1° luglio 1998, in *Giur. comm.*, 1999, II, 645.

(32) A ciò si aggiunga che dalla previsione dell'art. 2437, comma 2, lett. b) e dalla formulazione dell'art. 2355-bis (in particolare, con la previsione dell'ammissibilità dell'imposizione del divieto di trasferimento delle azioni) emerge con sufficiente chiarezza l'assenza di un vero e proprio diritto individuale del socio alla trasferibilità delle proprie partecipazioni azionarie e il rilievo pressoché esclusivo dato dal legislatore alle esigenze della compagine sociale complessivamente intesa, cfr. in questi termini L. Stanghellini, *op. cit.*, 559 ss.

(33) La massima è consultabile sul sito ufficiale [www.trivenetogiur.it](http://www.trivenetogiur.it).

(34) E ciò può riconoscersi *lato sensu* anche in capo al terzo acquirente.

vo e sociale”, bensì in un momento “di uscita” dalla compagine sociale. Per questo motivo, pare coerente ritenere che l’introduzione, la modifica e la soppressione di dette clausole incidano su diritti individuali e necessitino, dunque, del consenso di tutti i soci.

In secondo luogo, la regola unanimitica si giustifica anche in chiave economico-finanziaria. Sarebbe, infatti, impensabile che in una operazione di *venture capital* in cui il socio finanziatore entra a far parte del capitale sociale di una società che intende sostenere nella fase di *start-up* (acquisendone con nuovi capitali una quota rilevante, ancorché di minoranza), dopo essersi assicurato - in fase di acquisizione - l’introduzione di apposite clausole *tag along* e *drag along* a protezione della sua successiva uscita dalla compagine societaria, possa subire *medio tempore* l’eliminazione di dette clausole con decisione assunta dalla maggioranza (ossia proprio dal partner industriale in difficoltà che il *venture capitalist* ha supportato finanziariamente).

Ad avviso di chi scrive, l’unanimità dei consensi appare, dunque, indispensabile e si configura come elemento differenziale fra questa tipologia di clausole ed il più ampio *genus* delle clausole limitative della circolazione dei titoli azionari.

### **c) il riconoscimento del giusto valore della partecipazione e la Massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano**

Per dovere di completezza va ricordato che la citata Massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano analizza un differente profilo che caratterizza le clausole di covendita e trascinarsi, ossia la necessità di un’equa valorizzazione della partecipazione societaria obbligatoriamente dismessa.

Secondo quanto affermato nella Massima (e nella motivazione) le clausole in esame, affinché possano ritenersi valide ed efficaci, devono subire un adeguato controllo caso per caso in ordine alla esatta soddisfazione patrimoniale del cedente obbligato, atteso che esse hanno come conseguenza ultima la perdita dello *status* di socio.

Nessun problema si pone con riferimento alle clausole *tag along*, che - come visto nella ricostruzione dogmatica offerta - lasciano nella sostanza libero il socio di minoranza di decidere se aderire alla proposta di acquisto oppure no.

Più complessa è l’ipotesi delle clausole *drag along* (al verificarsi delle condizioni economiche dell’offerta sopra indicate) e *bring along* in cui il socio di minoranza versa in uno stato di soggezione.

La cartina di tornasole da utilizzarsi per effettuare detta valutazione (che in buona sostanza spetta al Notaio nell’ambito del controllo di legalità attribuitogli) risiede nel rispetto del principio della equa valorizzazione della partecipazione societaria, il quale trova chiari riferimenti testuali:

- sia nell’ambito della s.p.a. in materia di azioni riscattabili, con riferimento all’art. 2437-*sexies* c.c. nella misura in cui si afferma che il valore di riscatto - stante il richiamo alle norme sul recesso - dovrà tener conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali;
- sia nell’ambito della s.r.l. in materia di esclusione, con riferimento all’art. 2473-*bis* c.c. ove si effettua il medesimo rinvio alle norme di liquidazione della partecipazione del socio in caso di recesso.

La Massima (o, più precisamente, la motivazione di accompagnamento) si spinge ad effettuare una esemplificazione, riconoscendo sicura validità a quelle clausole che:

- a) prevedano l’obbligo di vendere i titoli azionari ad un prezzo non inferiore a quello spettante in caso di recesso;
- b) prevedano l’obbligo di vendere i titoli azionari (ovvero la quota di partecipazione nella s.r.l.) senza predeterminazione di un prezzo minimo, purché sia statutariamente previsto il diritto di recesso nel caso in cui il prezzo risulti, nel caso concreto, significativamente inferiore a quello che sarebbe dovuto in caso di recesso.

Dovrà dunque tenersi conto anche di queste direttive nella formulazione del contenuto di una clausola di trascinarsi.

*(segue): la posizione assunta dal Tribunale di Milano con l’ordinanza 31 marzo 2008 ed il rischio della nullità della clausola*

Il Tribunale di Milano con la recente ordinanza 31 marzo 2008 analizza i rapporti fra la clausola statutaria di *drag along* (ma le conclusioni possono essere estese anche alla clausola *bring along*) e le forme di tutela del socio di minoranza che debbono essere approntate a livello redazionale nella carta statutaria.

I risvolti di interesse notarile sono molti e meritano di essere analizzati partitamente.

In primo luogo, il Tribunale sottolinea come il diritto di trascinarsi, determinato dalla clausola *drag*

*along*, assicura al socio di maggioranza un diritto di uscita dalla compagine sociale che si realizza attraverso l'imposizione al socio di minoranza della dismissione totale o parziale della propria partecipazione; in altri termini, la clausola in esame, seppur volta a perseguire i meritevoli fini sopra indicati in chiave economico-finanziaria, importa una radicale limitazione dell'autonomia negoziale e del diritto di proprietà del socio di minoranza, cosa che "nel quadro del nostro ordinamento anche costituzionale, può essere legittima solo a certe condizioni, idonee ad evitare il rischio che l'esercizio di un siffatto diritto si traduca nell'ingiustificata espropriazione del socio di minoranza, o nell'abusiva estromissione dello stesso da parte del socio di maggioranza".

Volendo chiarire meglio il concetto espresso dal giudice di merito, quand'anche l'introduzione di una clausola di *drag along* (o di *bring along*, si ripete, nella classificazione operata in questa sede) sia frutto dell'unanime decisione dei soci e, quindi, sia espressione di una libertà negoziale del singolo che si traduce anche nella possibilità di ammettere una auto-limitazione del proprio diritto di proprietà, ciò nonostante "l'obbligo di co-vendita deve trovare un congruo contrappeso negoziale in un'equa valorizzazione della partecipazione che è previsto sia obbligatoriamente dismessa" (35).

Con due evidenti conseguenze operative in ordine ai profili di validità della clausola:

- a) da un lato, la clausola non deve rappresentare un larvato strumento giuridico che possa consentire forme di esclusione *ad nutum* del socio di minoranza, ad opera di quello di maggioranza;
- b) dall'altro, in accordo a quanto espresso dalla citata Massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano, la clausola deve essere strutturata in modo tale da evitare che la co-vendita determini in concreto una espropriazione a danno del socio di minoranza (che economicamente "subisce" gli effetti della clausola di *drag along*) della differenza fra il valore effettivo delle azioni alienande ed il valore convenzionalmente fissato dal socio di maggioranza per il trasferimento delle stesse. Il pericolo per il socio di minoranza è evidente, nella misura si comprende come la fissazione del prezzo di vendita sia fatta ad opera del socio di maggioranza e rispetto alla quale il socio di minoranza non ha margine di intervento (la clausola di *drag along* rischia di divenire così "una clausola di vendita forzata" ad un prezzo stabilito da un soggetto diverso dal titolare delle azioni stesse (36)).

La soluzione di queste problematiche può essere individuata a livello redazionale, atteso che è nello statuto stesso che possono essere individuati quegli appositi correttivi volti a garantire validità alla clausola, coniugando ad un tempo l'esigenza economico-finanziaria racchiusa nel meccanismo del *drag along* (e del *bring along*) con il rispetto dei principi cardine del nostro sistema societario, non ultimo quello della tutela patrimoniale della partecipazione del socio e della non arbitraria attribuzione del valore dei titoli azionari.

Sotto il profilo indicato *sub a)*, ad avviso di chi scrive, la risposta statutaria più adeguata pare risiedere - come già accennato nella nota di commento alla clausola-tipo di *drag along* - nell'individuazione precisa del cessionario reale del pacchetto azionario coinvolto dalla clausola di co-vendita, di modo che il socio di minoranza sia protetto dal rischio che dietro il terzo non agisca, in realtà, il socio di maggioranza, che in contrasto con il dovere di buona fede e di salvaguardia dell'altrui interesse negoziale, anziché attivare il diritto di trascinarsi per non perdere una condizione di realizzo particolarmente vantaggiosa, si serva dello schermo di un terzo per ottenere l'espulsione del socio di minoranza.

Sotto il profilo indicato *sub b)*, lo statuto può intervenire inserendo un adeguato criterio di valutazione del pacchetto azionario che il socio di minoranza è "costretto" a dismettere. In particolare, in adesione a quanto affermato dal giudice milanese, può esser prevista nella clausola in commento una soglia minima di prezzo di acquisto della partecipazione del socio di minoranza, da calcolarsi *per relationem* con i criteri

#### Note:

(35) In questi termini si esprime ancora il Tribunale di Milano con ordinanza 31 marzo 2008, cit., 1376; con particolare riferimento alla fattispecie statutaria analizzata in concreto, il giudice di merito precisa altresì che l'attribuzione al socio di minoranza del diritto di prelazione sul pacchetto di maggioranza oggetto di cessione verso il terzo, quale alternativa all'obbligo di co-vendita, non possa costituire adeguata forma di tutela atteso che questo correttivo non può garantire "la congruità del prezzo di dismissione che resta ancorata a valutazioni soggettive ed arbitrarie del socio di maggioranza", senza considerare che un diritto di prelazione così strutturato si profila "come una costrizione della libertà negoziale del socio di minoranza, obbligato ad acquistare la quota di maggioranza - e dunque ad un notevole impiego di risorse finanziarie - tutte le volte che non ritenga conveniente la cessione della sua partecipazione al prezzo offerto".

(36) La paternità di questa efficace definizione è di M. Bernardi, *Gli aspetti legali*, in A. Gervasoni - F. Sattin (a cura di); *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, 2008, 437. Nello schema anglosassone della clausola in commento (ed oggetto di censura da parte del Tribunale di Milano) il prezzo di acquisto del pacchetto azionario del socio di minoranza è, infatti, pari a quello contenuto nella proposta di acquisto formulata dal terzo con il socio di maggioranza; il socio di minoranza subirebbe quindi una sorta di "arbitraggio di parte" su un elemento essenziale del contratto, qual è il prezzo (ipotesi discussa anche sotto il profilo civilistico puro, cfr. E. Gabrielli, *Il contenuto e l'oggetto*, in E. Gabrielli (a cura di), *I contratti in generale*, I, Torino, 2006, 861-864).



utilizzabili in ipotesi di recesso (artt. 2437-ter e quater c.c.) (37). In tal modo, si garantisce ad un tempo la protezione del socio da abusi della maggioranza e l'equa valorizzazione della partecipazione da questi detenuta (e ciò si traduce nell'apposizione di una formula finale di salvaguardia sul prezzo di cessione, per cui si rinvia alle note di commento alla clausola-tipo di *drag along*).

La scelta redazionale così proposta è quindi ispirata ad un criterio di prudenza, quanto meno in una fase - come quella attuale - di iniziale diffusione delle clausole in analisi ed in mancanza di un orientamento giurisprudenziale consolidato sul punto; non può, dunque, aprioristicamente escludersi l'inserimento di correttivi differenti voluti dalle parti, espressione del principio di autonomia statutaria, fermi restando i limiti inderogabili di legge.

Sia consentita una riflessione finale.

Allo stato dell'arte, può dirsi che l'equa valorizzazione della partecipazione sociale venga consacrata come principio cardine insito nel nostro ordinamento societario, cui tutte le clausole "aliene" di matrice anglosassone - sovente importate acriticamente negli statuti societari - devono sottostare. Questo principio, quindi, non solo può essere ritrovato in numerose e distinte norme codicistiche (38), ma essendo diretta conseguenza dei principi costituzionali contenuti negli artt. 24 e 42 Cost. sembra esprimere una linea direttiva che dovrà essere rispettata, non solo nelle ipotesi espressamente previste dal codice civile e dalle leggi speciali, ma ogni qualvolta un membro della compagine sociale si trovi nello stato di soggezione di subire la fuoriuscita dal consesso societario per iniziativa altrui, siano essi soci ovvero terzi (proprio come può avvenire nei meccanismi di *drag along* e *bring along*).

---

#### Note:

(37) In ordine ai profili problematici del calcolo del valore di liquidazione in caso di recesso, si vedano le considerazioni svolte nel corposo contributo di P. M. Iovenitti, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 459 ss.

(38) A mero titolo esemplificativo si indicano per le società di persone, l'art. 2289 c.c. in relazione agli artt. 2284 c.c. (morte) e 2285 c.c. (esclusione); per le società azionarie (s.p.a. e s.a.p.a.) l'art. 2357 c.c. (acquisto di azioni proprie), nonché l'art. 2437 ter c.c. in relazione all'art. 2437 sexies c.c. (riscatto); per la società a responsabilità a limitata, l'art. 2473 c.c. correlato all'art. 2473 bis c.c. (esclusione); per le società quotate in mercati regolamentati, l'art. 111, D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. In dottrina si veda V. Salafia, *Squeeze out statutario*, in *Le società*, 2007, 1450 ss.).