



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PALERMO

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

SCUOLA DOTTORALE INTERNAZIONALE DI DIRITTO ED ECONOMIA "TULLIO ASCARELLI"

DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO PRIVATO GENERALE

IUS 01

XXIII Ciclo

ACCORDI DI CO-VENDITA

(Drag e Tag Along):

profili civilistici e prassi applicativa

Tesi di Dottorato di:
Roberto Battiloro

Tutor:
Ch.mo Prof. Andrea Gemma

Coordinatore:
Ch.mo Prof. Armando Plaia

ANNO ACCADEMICO 2010/2011

INDICE

CAPITOLO I

GLI STRUMENTI DI COORDINAMENTO DI COMPRAVENDITE

1. Note introduttive. Delimitazione dell'ambito d'indagine.....1
2. Simmetrie e asimmetrie di interessi.....4
3. Tecniche di selezione di entrata/uscita dalla compagine sociale
 - a) Il patto di prelazione.....7
 - b) La clausola di gradimento.....18
 - c) Il divieto di alienazione.....24
4. Alienazione congiunta da parte di più soggetti: gli accordi c.d. di co-vendita. *Rationes* di un'indagine sul tema.....34

CAPITOLO II

Sezione I

CLAUSOLA DI «*DRAG ALONG*»

1. Patto di trascinamento e obbligo di co-vendita: criteri d'interpretazione della fattispecie tra contratto e statuto.....39
2. (segue) Qualificazione giuridica: spunti ricostruttivi della fattispecie.....46
 - Profili di meritevolezza della clausola e interessi tutelati..... 49
3. Natura giuridica della clausola.....56
4. Analisi della clausola e limiti di ammissibilità nell'ordinamento
 - a) Categorie di azioni e diritti speciali.....66
 - b) Potere di riscatto e *drag along*.....70

c) (segue) Il c.d. <i>squeeze out</i>	74
d) Riscatto, recesso e valore di liquidazione delle azioni.....	78
e) Il principio dell'«equa valorizzazione» e la congruità del prezzo di dismissione.....	83
f) Procedimento di formazione del prezzo.....	89
5. Pesi e contrappesi ai fini della validità.....	96

Sezione II

CLAUSOLA DI «TAG ALONG»

1. Patto di accodamento e diritto di co-vendita: inquadramento sistematico.....	101
2. Profili di meritevolezza e spunti ricostruttivi della fattispecie.....	104
3. Analisi di una clausola-tipo.....	108
4. Natura giuridica: ricerca di schemi formali.....	111
5. <i>Tag along</i> e <i>squeeze out</i> , valore di liquidazione e principio di equa valorizzazione delle partecipazioni sociali.....	115

CAPITOLO III

PATTI DI CO-VENDITA E LIMITI ALLA CIRCOLAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI SOCIALI: TRA PARASOCIALITÀ E STATUTO

1. La duplice valenza del termine «circolazione».....118
2. Clausole limitative della circolazione delle partecipazioni sociali tra statuto e patti parasociali: alcuni cenni.....120
3. Patti di co-vendita: ulteriore ipotesi di limite alla circolazione delle partecipazioni sociali?.....127
4. Patti parasociali di *drag along* e *tag along* tra codice civile e t.u.f.130
5. Patti di co-vendita e statuto.
 - a) Dalla clausola statutaria «parasociale» alla clausola parasociale statutaria..... 137
6. Modalità di inserimento nello statuto: maggioranza o regola unanimitica?.....140

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

CAPITOLO I

GLI STRUMENTI DI COORDINAMENTO DI COMPRAVENDITE

1. Note introduttive. Delimitazione dell'ambito d'indagine.

Nel sistema delineato dalla riforma del diritto delle società di capitali e cooperative (d. lg. n. 6/2003 e successive modifiche) il principio della libera circolazione delle partecipazioni sociali conserva a tutt'oggi il suo *status* di regola generale. Principio caratteristico, che tuttavia viene inciso da una pluralità di limitazioni e condizioni cui la (libera) circolazione delle partecipazioni sociali può essere sottoposta.

Il nostro codice civile, con riferimento in particolare alle partecipazioni rappresentate da azioni, detta una regola specifica all'art. 2355 *bis*, con la previsione di una disciplina innovativa della limitazione statutaria alla circolazione¹, ciò al fine, da un lato, di garantire l'interesse

¹ Tale norma prevede difatti, da un lato, la possibilità per lo statuto di vietare la circolazione della partecipazione azionaria, sebbene per non più di cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto viene introdotto; dall'altro ammette le clausole di mero gradimento con contestuale previsione di obbligo di acquisto (a carico della società o dei soci) ovvero del diritto di recesso a norma del 2437 *ter*. Cfr. C. F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Riv. Soc.*, 1, 2008, p. 148. Sul punto v. *infra*.

In dottrina, peraltro, si ritiene che l'espressione "limiti alla circolazione delle azioni", di cui alla rubrica dell'art. 2355 *bis* c.c., sia impropria, posto che lo statuto non sarebbe in grado di incidere sul regime di circolazione della partecipazione intesa come bene, ma potrebbe soltanto impedire che chi ha acquistato la partecipazione in violazione dello statuto eserciti i diritti sociali. La medesima dottrina, pertanto, preferisce utilizzare l'espressione "limite all'iscrizione nel libro soci": l'esistenza di una di tali clausole consentirebbe alla società, infatti, di rifiutare l'esercizio dei diritti sociali e l'iscrizione nel libro soci. In mancanza dell'ulteriore requisito statutario per l'iscrizione gli amministratori « non soltanto non sono tenuti ad effettuare l'annotazione nel libro dei soci, ma sono tenuti a non effettuarla, pena la violazione dello statuto». V. L. STANGHELLINI, *sub* art. 2355 *bis* c.c., in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da P. Marchetti - L. A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari), *Le azioni*, p. 561.

sociale alla conservazione/stabilizzazione della compagine sociale, e dall'altro di dare più spazio all'autonomia statutaria².

Nel ventaglio di clausole che prevedono limiti al trasferimento³ delle partecipazioni sociali si possono distinguere tipologie che hanno fonte legale, statutaria o finanche convenzionale (parasociale).

In queste ultime due classificazioni possono usualmente annoverarsi i c.d. accordi di co-vendita.

Tuttavia a differenza delle classiche e note clausole solitamente rintracciabili nella prassi delle società di capitali⁴, si tratta di particolari accordi che vanno sempre più diffondendosi, e che risultano ascrivibili a quelle che prevedono non solo, o non tanto, limiti *tout court* ma anche particolari condizioni per il trasferimento delle partecipazioni sociali⁵, in ragione soprattutto della funzione economico-sociale che sono chiamate a svolgere nella vita societaria.

Chi si accinga, per la prima volta, ad analizzare, in termini generali, la fenomenologia di tali accordi non può fare a meno d'imbattersi in una molteplicità di problematiche eterogenee ma al contempo collegate.

La soluzione di tali questioni va ricercata nel diritto civile comune, ma soprattutto nel mondo del diritto delle società commerciali, e, al loro

² Occorre precisare che, invero, pur alla luce della sua rubrica, l'art. 2355 *bis* c.c. si disinteressa dell'effetto di tali clausole limitative sul negozio di trasferimento, il quale non rimane di per sé travolto dall'eventuale mancata iscrizione. I beni e i diritti, infatti si trasferiscono per effetto del semplice consenso legittimamente manifestato, e non vi sono dubbi che la materia societaria non costituisca una deroga a tale principio generale. Cfr. L. STANGHELLINI, *sub art.* 2355-bis. cit., p. 564.

³ Per clausole di *lock-up* si intendono quelle clausole che - le più diverse e variamente articolate, sotto il profilo della durata del vincolo, delle possibilità di deroga da parte dei soci e degli effetti - prevedono espressi limiti (o attenuazioni o finanche divieti) al trasferimento di partecipazioni sociali. Cfr. in tal senso A. FELLER, *Sub art.* 2469 c.c., *Trasferimento delle partecipazioni*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005, p. 344.

⁴ Il riferimento è alle clausole di prelazione, gradimento e gradimento mero, su cui v. *infra*.

⁵ Nel prosieguo della trattazione si cercherà di giustificare, diversamente da quanto ritiene la dottrina che si è occupata del tema, il perché, secondo lo scrivente, non si tratti di vere e proprie clausole limitative della circolazione di partecipazioni sociali.

interno, nelle regole che disciplinano la vita, l'organizzazione e l'attività societaria.

Le pattuizioni in discorso sono creazioni frutto dell'autonomia privata, non riduttivamente mere clausole, ma più precisamente clausole-negozio, ossia elaborazioni negoziali complesse, ben articolate, aventi ad oggetto termini e condizioni per il trasferimento di partecipazioni sociali, nelle quali è previsto, finanche, un sistema di rimedi al fine di evitare situazioni di stallo – c.d. *deadlock* – all'interno della compagine sociale ovvero meccanismi per sventare il pericolo di inefficacia della clausola medesima. La dottrina⁶, in particolare, definisce clausole-negozio «quelle clausole le quali, benché inserite in un più ampio regolamento contrattuale, soddisfino da sole tutti i requisiti di una fattispecie fornita degli elementi necessari alla produzione di effetti previsti dall'ordinamento giuridico e, quindi, idonee a vivere di vita autonoma: né più né meno che alla stregua di un autonomo contratto».

Con tali clausole si crea un procedimento che determina la sostituzione integrale della compagine sociale o perché il socio obbliga l'altro a vendere o perché l'altro ha il diritto di vendere. Ma si tratta solo di una delle possibili funzioni che tali accordi possono assolvere.

La ragione di un'analisi sul tema deriva dalla circostanza che ad una prima indagine nel panorama giuridico interno, si rileva che nessuno degli strumenti tipici o atipici ivi previsti consente di giungere al risultato di un'alienazione congiunta da parte di più soggetti di azioni o quote con la stessa immediatezza che si ottiene, invece, con l'elaborazione di un accordo di co-vendita.

⁶ S. MAZZAMUTO, *Questioni sparse al confine tra diritto comune e diritto societario*, in *Contratto e impresa*, 2006, p. 1512. Cfr. altresì V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano, 2001, p. 459; M. BESSONE, *Istituzioni di diritto privato*, Torino, 2005, p. 503.

Secondo S. MAZZAMUTO tra gli esempi di clausole-negozio rientrerebbero la clausola compromissoria, la clausola penale, il patto di non concorrenza e la clausola di prelazione.

Tale complessa figura giuridica, non ha matrice autoctona, né è riconducibile a unitarietà, posto che al suo interno convivono due diverse tipologie di clausole: *drag* e *tag along*.

Nata, infatti, dall'esperienza contrattuale commercialistica degli ordinamenti di *common law*⁷, solo di recente si è registrata una proliferazione dei patti di co-vendita nell'ordinamento, trovando terreno fertile nelle società di capitali, ove l'introduzione mediante patti parasociali ne rappresenta il campo elettivo di applicazione, sebbene sia riscontrabile una recente tendenza ad una migrazione dei patti in questione sul piano dello stesso contratto sociale⁸.

Lo scopo perseguito dalle riflessioni che seguiranno consiste, allora, in un'analisi dei profili di ammissibilità, prima, e di compatibilità, poi, tanto con i principi di diritto comune, tanto con quelli propri dell'ordinamento societario nazionale, verificando i profili della natura giuridica, della qualificazione, della funzione, della struttura dei patti di co-vendita.

2. Simmetrie e asimmetrie di interessi.

Occorre, a questo punto, interrogarsi (i) sui motivi per cui la prassi sia pervenuta all'elaborazione di tale tipologia di clausole, alla luce anche di ulteriori strumenti civilistici che più di altri si avvicinano, quanto alla

⁷ V. G. CHEMLA, M. A. HABIB, A. LJUNGQVIST, *An analysis of Shareholder Agreements*, consultabile all'indirizzo http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1295756; S. W. STEVENSON, *The venture capitalist solution to the problem of close corporation shareholder fiduciary duties*, in *Duke Law Journal*, p. 1139, reperibile dal sito www.law.duke.edu.

⁸La ragione per cui tali patti hanno trovato la loro maggiore diffusione negli ordinamenti di *common law* è da rinvenire, verosimilmente, nella circostanza che le operazioni di *mergers and acquisitions* nel nostro ordinamento hanno solo di recente trovato maggiore diffusione. Peraltro, in un sistema di diritto privo di "codici", il controllo delle minoranze è stato in via principale affidato al sistema delle contrattazioni, dunque ai patti parasociali. Oggi, in un sistema globalizzato di operazioni di fusioni/acquisizioni tra/di società, invece, si è giunti al recepimento di tali pattuizioni finanche negli statuti.

funzione, alle clausole in oggetto e (ii) su quali siano gli interessi alla cui soddisfazione tali patti mirano.

Muovendo da tale seconda questione, la ragione più evidente sottesa alle ipotesi di coordinamento di atti di alienazione di beni o diritti può essere rintracciata nella massimizzazione del puro profitto. Appare, infatti, evidente come coloro che vantano diritti sul medesimo bene siano in grado di spuntare da una vendita coordinata un prezzo maggiore rispetto alla dismissione di una parte del tutto⁹. Allo stesso modo un simile interesse può essere alla base della vendita congiunta di pacchetti azionari, specie in quelle ipotesi in cui, con tali operazioni, si addivene ad ottenere la maggioranza delle azioni rappresentanti il capitale sociale, per lucrare il c.d. premio di maggioranza¹⁰.

A fronte della diversa ipotesi di beni complementari tra loro, ma appartenenti a soggetti diversi, ci si potrebbe, altresì, imbattere in situazioni in cui vi siano ragioni di carattere soggettivo che suggeriscono una dismissione congiunta del bene, quale ad esempio una contitolarità di diritti di proprietà sullo stesso. Così, in caso di alienazione *pro quota*, la ragione di una vendita congiunta va individuata nella necessità di evitare la coesistenza tra soggetti che risultano essere meri sconosciuti¹¹.

⁹ La realizzazione di un *surplus* è la ragione intrinseca, dunque, di tale attività economica. Il principio che vi sta alla base è il medesimo riscontrabile in materia di universalità di mobili, ai sensi dell'art. 816 c.c., ciò che ci consente di instaurare un parallelismo.

Presupposto di partenza è l'osservazione che vi sono beni - tra questi anche le partecipazioni sociali - suscettibili tanto di separato godimento quanto di separata disposizione, gli uni dagli altri. Come ben sottolineato da autorevole dottrina ciò che dà vita ad un'universalità di mobili, ad esempio raccolta di francobolli o di quadri, assume "un valore più rilevante nel complesso rispetto alla somma dei singoli valori dei francobolli o dei quadri", proprio perché non mera somma di oggetti individuali, bensì unione di una pluralità di beni considerati come *unicum* (F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, XIII ed., p. 204).

Il medesimo principio sta, per l'appunto, alla base dell'alienazione congiunta di partecipazioni sociali.

¹⁰ Sul tema v. G. E. COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in *Riv. Soc.*, 1978, p. 1143 ss.

¹¹ Una dottrina sostiene che un simile interesse possa aversi anche nel rapporto sussistente tra proprietario e titolare del diritto di usufrutto sullo stesso bene (C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita» (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 4, 2010, p. 374).

A parere di chi scrive, tuttavia, tale affermazione è condivisibile solo di regola. Infatti, il titolare del diritto di usufrutto potrebbe a sua volta decidere di cedere il proprio diritto reale di

Certamente gli interessi serviti dalle alienazioni congiunte non sono compendiabili nelle esemplificazioni sopra esposte.

Infatti, alla luce di un secondo stadio di approfondimento dei medesimi, si deve analizzare il profilo della simmetria (o della perfetta corrispondenza) o meno degli interessi in gioco, nel senso appresso spiegato con maggior chiarezza.

Il concetto di “simmetria di utilità”¹² implica, infatti, un’armonizzazione degli interessi che si verifica, soprattutto, nei casi in cui, nel rapporto di complementarietà tra i due beni, l’uno sia in grado di apportare all’altro un beneficio uguale a quello che, a propria volta, potrebbe specularmente ricevere. Il che sta a significare che la simmetria tra beni (e dunque di interessi che stanno alla base della loro alienazione coordinata) si rinviene ogni volta in cui uno di essi riesca a trarre il maggior valore che ne può derivare dal godimento (del e) con l’altro, e inversamente, ne subisca un decremento (di valore) ove goduto in sé, da solo. In un’ipotesi di tal fatta, tra i due beni non sarà possibile individuare un bene principale ed uno secondario e, quindi, il rapporto di valori sarà paritetico, così come quello d’interessi.

Ma potrebbe anche non presentarsi una simile ipotesi, di talché il rapporto di valori, e dei sottostanti interessi, sia asimmetrico (e dunque non paritetico): in questo caso, allora, vi sarà un bene principale ed uno accessorio, o meglio secondario, in cui il primo, dal punto di vista dell’utilità che può arrecare, sarà conveniente in sé, a fronte del secondo la cui utilità potrebbe essere, al più, quella di accrescere il valore di quello principale.

godimento ad un altro avente causa *inter vivos* (a termine o, al massimo, per tutta la durata della vita del primo usufruttuario, alla morte del quale il diritto comunque si estingue). Quindi la nuda proprietà potrebbe coesistere con l’utilizzazione del bene da parte di un soggetto che non è l’originario stipulante.

¹² Cfr. C. D’ALESSANDRO, *op. cit.*, p. 376.

Proprio in ipotesi di asimmetria di interessi, che scaturiscono da asimmetrie di valori in gioco, gli strumenti conosciuti nella prassi e, sinora, nel nostro ordinamento potrebbero non esser idonei, o quanto meno non adeguati, per la realizzazione di scopi nei quali vi è un rilevante condizionamento di comportamenti di una parte contrattuale. Ciò significa che, se due beni presentano un valore diverso, ed uno abbia le caratteristiche di bene primario rispetto al secondo, il titolare del bene principale avrà un interesse ad influenzare le scelte del titolare del bene secondario, coinvolgendolo in atti di disposizione del proprio bene, proprio per massimizzare le utilità economiche (principalmente il prezzo) derivanti dalla vendita complessiva o meglio unitaria dei due beni.

Orbene, proprio alle ipotesi di asimmetrie d'interessi dell'ordinamento societario deve volgere la nostra attenzione, con particolare riguardo alla circolazione delle partecipazioni sociali (di maggioranza e minoranza). In tale chiave, occorre riguardare non solo gli strumenti concessi ai privati per vincolare a sé scelte di altri soggetti, titolari di beni complementari, ma anche le tecniche utilizzabili per indirizzare scelte negoziali dei contraenti. A tal fine, giova svolgere delle riflessioni sui seguenti istituti:

- a) (patto di) prelazione;
- b) (clausola di) gradimento;
- c) divieto di alienazione.

3. Tecniche di selezione di entrata/uscita dalla compagine sociale.

a) Il patto di prelazione

Per diritto di prelazione s'intende il diritto di un soggetto, a parità di condizioni, ad esser preferito nella conclusione di un determinato rapporto

contrattuale¹³. Con la sua previsione¹⁴, il titolare del diritto non perde la propria autonomia di determinarsi al negozio e, soprattutto, di decidere il contenuto e le condizioni del futuro contratto; il vincolo che crea la prelazione si riduce essenzialmente nel preferire, *coeteris paribus*, un soggetto in luogo di altri¹⁵.

Come rilevato dalla dottrina classica¹⁶, nella prelazione la parità di condizioni tra il terzo ed il prelazionario è elemento essenziale dell'istituto. Ciò comporterebbe sia l'esclusione dei negozi a titolo gratuito (la scelta del beneficiario non potrebbe che essere di carattere personale), sia la necessaria fungibilità della controprestazione, in quanto essa deve poter essere effettuata, oltre che dal terzo, anche dal preferito.

In chiave operativa, il concedente rivolge all'avente diritto una proposta contrattuale (*denuntiatio*) di contenuto analogo alla migliore offerta ricevuta da qualunque altro terzo¹⁷.

In ambito societario, il patto di prelazione - quale strumento finalizzato a limitare la circolazione delle azioni - si atteggia in modo peculiare rispetto ai principi generali sul tema appena citati; principi che, in

¹³ V. sul punto F. GAZZONI, cit., p. 891 ss. Il concetto di prelazione, in altro significato, afferisce alla disciplina del credito ed indica la posizione di preferenza accordata ex art. 2740 c.c., direttamente dalla legge (come nei privilegi e nell'ipoteca legale) o tramite convenzione intervenuta tra le parti (come nei casi di pegno e ipoteca convenzionale), ad un determinato creditore, rispetto agli altri, sul patrimonio del debitore.

¹⁴ Tanto se configurata quale clausola accessoria ad un contratto, quanto se concepita come autonomo contratto.

¹⁵ La tesi affermata nel testo è quella ormai largamente preferita e condivisa, essendo rimasta minoritaria quell'altra che riconduce il patto di prelazione ad un contratto preliminare unilaterale sospensivamente condizionato alla decisione discrezionale del promittente di contrarre (su cui v. F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Tratt. dir. civ. comm.* A cura di A. Cicu – F. Messineo, Milano, 1968, p. 499). Al momento della nascita del rapporto, il prelazionario si trova, così, in una posizione di mera aspettativa di diritto, ossia di ricevere una proposta contrattuale. Successivamente, ricevuta, cioè, la proposta contrattuale sarà titolare di un diritto potestativo, quello di accettare la proposta medesima.

¹⁶ L. V. MOSCARINI, voce *Prelazione*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1985, vol. XXXIV, p. 981.

¹⁷ Quella in esame, secondo la giurisprudenza della S.C. sarebbe, anzi, la sola vera figura di prelazione. In tal senso Cass. 27 marzo 1984, n. 2023, in *Foro it.*, 1984, I, p. 2477.

modo trattativo, valgono senza riserve in materia contrattuale, ma con minori certezze si ritiene possano operare nelle pattuizioni sociali¹⁸.

Per clausole di prelazione societaria si intendono quelle che impongono al socio intenzionato ad alienare la propria partecipazione di preferire gli altri soci, offrendo loro l'acquisto della medesima, in via preventiva rispetto ai terzi e a parità di condizioni, salvo quanto subito vedremo.

Ritenendo con l'orientamento prevalente¹⁹, che la *denuntiatio* abbia natura di proposta contrattuale vera e propria, questa, allora, dovrà essere completa dell'indicazione del contenuto del contratto e, così, in particolare, del prezzo di acquisto offerto al terzo, sulla base dell'esigenza di consentire ai soci promissari di acquistare piena consapevolezza dell'affare, valutandone la convenienza al fine di esercitare la preferenza di acquisto.

Una volta contestualizzato nella realtà di una società, il diritto di prelazione può subire taluni adattamenti, specie in ordine all'individuazione dei contraenti e alle modalità di trasferimento.

¹⁸ Difatti la prelazione *tout court* si distingue dalla prelazione societaria, nella misura in cui nel primo caso viene in rilievo (solo) l'interesse del singolo alienante, mentre nella seconda prevalgono interessi auto-conservativi del gruppo. La prelazione societaria, cioè, ha di mira la tutela di due interessi: in primo luogo quello del gruppo, evitando che entrino a far parte soggetti non graditi, assicurandosi, in tal modo, il controllo sull'accesso alla medesima; ma d'altro canto tutela anche interessi dei singoli soci a far sì che, con l'esercizio della prelazione, non vengano a mutare le posizioni di forza all'interno della società, sia da un punto di vista patrimoniale che amministrativo.

¹⁹ Una delle questioni principali sul tema, infatti, concerne la natura giuridica del dovere di interpellare il prelazionario. Si è discusso se trattasi di un'autentica proposta contrattuale oppure di una mera partecipazione delle condizioni cui un terzo è disposto a contrattare. Secondo una parte della dottrina e della giurisprudenza la *denuntiatio* sarebbe un atto non negoziale di partecipazione, la cui funzione consisterebbe semplicemente nel rendere edotto il prelazionario delle condizioni cui il promittente intende concludere il contratto con il terzo (cfr. in dottrina G. GABRIELLI, voce *Prelazione (patto di)*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1990, p. 5. In giurisprudenza cfr. Cass. 17 aprile 1987, n. 2726, in *Giust. Civ.*, 1986, I, p. 2838).

La dottrina e la giurisprudenza prevalenti ritengono, invece, che la *denuntiatio* sia una vera e propria proposta contrattuale che il prelazionario può accettare, perfezionando, così, il contratto. Per tale motivo deve contenere tutte le condizioni contrattuali stabilite con il terzo con conseguente onere di forma, se il contratto rientra tra le ipotesi previste dall'art. 1350 c.c. (cfr. in dottrina, su tutti, G. BONILINI, *La prelazione volontaria*, Milano, 1984, p. 117; C. M. BIANCA, *Il contratto*, cit., p. 269. In giurisprudenza v. Cass. 12 marzo 1981, n. 1407, in *Giur. It.*, 1981, I, 1, col. 1264).

In particolare, un rilevante elemento differenziale rispetto alla disciplina di diritto comune si rinviene, in primo luogo, proprio relativamente alla determinazione del prezzo.

Infatti, sono, altresì, considerate valide le clausole di prelazione che fissano i criteri di determinazione del prezzo, ovvero, quelle che rimettano la determinazione del medesimo a terzi arbitratori in caso di disaccordo tra i soci, definite, descrittivamente clausole di prelazione impropria^{20 21}.

In questi casi, dunque, la preferenza viene accordata a condizioni “fisse”, cioè a prescindere da possibili migliori offerte di terzi ricevute dal concedente.

Sulla legittimità di tale tipologia di clausola la dottrina non è unanime, posto che questo tipo di prelazione, comportando il sacrificio per i soci di poter alienare le azioni al prezzo di mercato, li renderebbe “prigionieri” della società²².

Invero, è possibile scorgere nel nostro sistema positivo indici di legittimità della clausola in esame, tanto nell’ambito del diritto dei contratti quanto nel diritto societario.

Sotto il primo versante, viene in nostro soccorso il disposto dell’art. 1379 c.c.; avendo a riferimento tale norma, è necessario valutare: i) la meritevolezza degli interessi sottesi; ii) possibili rimedi correttivi per la sua ammissibilità.

²⁰ Così definita per segnare la differenza dalla figura tradizionalmente nota.

Su tutti in dottrina V. MELI, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*, Napoli, 1991, p. 129; S. FASOLINO, *Clausole di prelazione «impropria» e determinazione del prezzo*, in *Le Società*, 1997, 1, p. 25. In giurisprudenza, Trib. Perugia 14 gennaio 1984, in *Giur. Comm.*, 1984, II, 681, nonché Cass. 6 gennaio 1970, n. 91, in *Dir. fall.*, 1970, II, p. 801.

²¹ Autorevole dottrina ritiene che quello *de quo* rappresenti uno dei temi sollevati dal diritto societario che «si possono e si debbono risolvere alla luce dei principi del diritto comune». In tal senso S. MAZZAMUTO, *Questioni sparse al confine tra diritto comune e diritto societario*, in *Contr. e impr.*, 2006, 6, p. 1485.

²² Su tutti v. T. ASCARELLI, *Sui limiti alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1953, p. 314. L’ordinamento è del tutto contrario a limitazioni di tal specie, sottolineando ciò soprattutto con i correttivi al divieto di alienazione ex art. 1379 c.c., su cui v. paragrafo seguente.

Senza dubbio questo secondo punto presenta maggiori problematicità, posto che - quanto alla meritevolezza degli interessi sottesi - tanto nel caso della prelazione impropria che di quella cd. “alla pari”, l’interesse tutelato è pur sempre quello dei soci di evitare l’ingresso in società di terzi non graditi, conservando una forma di controllo degli assetti proprietari della società.

Quanto al tema dei correttivi, quello certamente principale - anche nella prospettiva degli accordi di co-vendita che meglio verrà illustrata in appresso - attiene al prezzo, e precisamente: alla ricerca di meccanismi di fissazione del prezzo che si avvicinino, il più possibile, a valori di mercato²³. Su tale specifico punto torneremo, non prima di aver verificato l’ammissibilità della clausola di prelazione impropria secondo le regole di diritto societario.

Lo stesso legislatore - in occasione della riforma e con riferimento ai limiti alla circolazione delle azioni - ha dato vita ad un sistema “atipico”, legittimando condizioni «innominate»²⁴. Orbene, proprio tra queste “particolari condizioni” possono farsi rientrare anche le clausole di prelazione c.d. impropria.

Resta da valutare, allora, a quali criteri è possibile - quando non anche necessario - agganciare la determinazione del prezzo, chiedendoci se il riferimento al criterio della frazione del patrimonio netto sia sufficiente per assicurare l’approssimazione del prezzo ai valori di mercato.

²³ Cfr. V. MELI, *op. cit.*, p. 133. Altro correttivo, concordemente con la previsione dell’art. 1379 c.c., è costituito dalla previsione di limiti temporali. Non per nulla, infatti, l’attuale formulazione dell’art. 2355 *bis* c.c. fa riferimento ad un limite massimo nell’ordine di un quinquennio, dalla costituzione della società, o dalla introduzione del divieto.

²⁴ Cfr. S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, p.1506. Il riferimento è alle «particolari condizioni» di cui all’art. 2355 *bis* c.c. Secondo la dottrina appena citata, il legislatore «si premura di disciplinare le ipotesi più controverse (divieto di alienazione e clausole di mero gradimento) senza con ciò elencarle a mo’ di *numerus clausus*, con il che si sarebbe ridotta la clausola delle “particolari condizioni” a puro indice verbale riassuntivo delle ipotesi tipiche». In tal modo per il tramite di queste “particolari condizioni”, nel novero dei limiti alla circolazione delle azioni rientrano anche le clausole di prelazione c.d. impropria. L’indicazione legislativa è, insomma, essenzialmente descrittiva, non certo esaustiva.

In verità, a dimostrare l'inidoneità del riferimento al patrimonio netto per salvaguardare la clausola dalla scure dell'art.1379 c.c.²⁵, è intervenuto lo stesso legislatore, che ha provveduto a sostituirlo nella nuova disciplina del recesso con quello del patrimonio netto rettificato. Sicché, taluni ritengono che solo agganciando il prezzo al parametro del patrimonio netto rettificato si possa salvare la clausola di prelazione impropria²⁶.

Ritenuta legittima ed ammissibile, dalla migliore dottrina, una clausola di prelazione impropria, occorre evidenziare un'ulteriore circostanza²⁷.

Se, come visto, uno degli interessi perseguiti dal patto di prelazione è costituito da quello dei soci a mantenere inalterata la propria influenza nella società, allora, soltanto attraverso una previa limitazione per via statutaria, si potrà indebolire la posizione dell'alienante la partecipazione sociale, attraverso la predeterminazione del prezzo di vendita delle medesime, precludendogli così la facoltà di determinarla in via autonoma.

Infatti, attraverso la clausola di prelazione impropria si attribuiscono ai soci prelazionari vantaggi ulteriori del mero diritto di essere preferito.

²⁵ Tale criterio, infatti, non terrebbe conto del valore corrente delle immobilizzazioni materiali e immateriali, ma solo del valore storico di acquisto o di costo al netto dell'ammortamento, e tanto meno del valore dell'avviamento o delle eventuali riserve implicite. Cfr. L. DE ANGELIS, *Prelazione al «giusto prezzo»*, in AA. VV., *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di F. Bonelli e P. G. Jaeger, Milano, 1993, p. 302.

²⁶ Secondo S. MAZZAMUTO (*op. cit.*, p. 1511) la disciplina del recesso assumerebbe il ruolo di parametro generale di determinazione dei valori in ogni caso di dismissione della partecipazione in ipotesi diverse dalla libera cessione.

Tuttavia, per un disallineamento sul punto, in tema di patti di co-vendita, v. *infra*. La stessa dottrina considera - come accennato - la clausola di prelazione come una clausola-negozio, con possibilità di applicare l'art. 1419 c.c., di talché ove si ravvisi l'inessenzialità della determinazione del prezzo, si potrebbe incappare in una nullità parziale che non travolgerebbe la clausola-negozio, con possibile sopravvivenza della clausola sotto la veste di un'ordinaria prelazione "alla pari".

²⁷ La dottrina ha posto in luce che, in caso di prelazione impropria, qualora il prezzo al quale il titolare del diritto di prelazione può acquistare sia molto inferiore a quello ottenuto sul mercato, e comunque inferiore al valore delle azioni, la prelazione arrivare a scolorare in gradimento: se, cioè, il prezzo è molto basso, la clausola che formalmente è di prelazione assume i caratteri di quella di gradimento "a rifiuto garantito". I beneficiari sicuramente provvederanno all'acquisto delle azioni, impedendo l'ingresso del terzo in società. Cfr. L. STANGHELLINI, *Sub art. 2355-bis c.c.*, cit., p. 585.

Si badi che, in termini generali, mediante l'esercizio del diritto di prelazione, avente ad oggetto l'acquisto delle partecipazioni sociali, i soci potranno mantenere all'interno della compagine sociale ricchezza che essi hanno contribuito a determinare²⁸.

Per l'effetto, il giovamento sarebbe ancora maggiore se potessero acquistare azioni ad un prezzo inferiore rispetto "alla pari", cioè a quanto l'alienante era disposto a vendere ad un terzo. Questo risultato si può conseguire proprio con l'introduzione di clausole (di prelazione) improprie, sottraendo al titolare della prelazione la facoltà di determinare il corrispettivo dell'alienazione. Uno dei vantaggi, allora, consisterebbe nell'acquisto delle partecipazioni ad un prezzo, per così dire, calmierato²⁹.

Oltre alle questioni sorte intorno alla clausola di prelazione impropria, vi sono altri elementi che segnano un ulteriore distacco della prelazione nel diritto societario rispetto al diritto comune. Il riferimento attiene all'ambito applicativo della prelazione societaria.

Anticipando sin d'ora la nostra adesione all'orientamento permissivo meno restrittivo³⁰, è stato a lungo dibattuto se, fuori dai casi di espressa previsione statutaria³¹ od in via parasociale, una clausola di prelazione potesse trovare applicazione anche con riguardo a trasferimenti a titolo gratuito delle partecipazioni sociali ovvero in dipendenza di fattispecie traslative diverse dalla vendita³². Ancorché, infatti, la vendita costituisca l'ipotesi più frequente di alienazione delle azioni partecipazioni sociali,

²⁸ V. D. CORAPI, *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, 1971, p. 166.

²⁹ Sul piano concreto, quanto ai criteri di determinazione del prezzo, si potrebbe convenire che esso sia determinato da un collegio arbitrale; ovvero sulla base di parametri costituiti dalle risultanze dell'ultimo bilancio approvato.

³⁰ Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Prelazione societaria e trasferimento a titolo gratuito di quote di s.r.l.*, in *Giur. Comm.*, 1998, I, p. 17; E. RIMINI, nota a Tribunale Trieste, 14 agosto 1998, in *Giur. Comm.*, 1998, II, p. 736. In senso contrario per il conferimento in società, però, F. BONELLI, in *Giur. comm.*, 1994, I, p. 975.

³¹ Per un'ipotesi di previsione statutaria cfr. C. A. BUSI, *Applicazione per previsione statutaria della clausola di prelazione a negozi diversi dalla vendita. I negozi a titolo gratuito*, in *Riv. Not.*, 2005, 3, 453.

³² I dubbi si pongono in particolare con riferimento alle ipotesi di conferimento delle azioni in altre società; scissione; permuta; donazione; trasferimento *mortis causa*; *trust*.

queste possono essere trasferite anche in conseguenza di differenti negozi dispositivi.

La descritta problematica ha generato un dibattito che ha visto, non solo, dividere gli interpreti su posizioni antagoniste, ma ha generato anche una contrapposizione di vedute, in termini ancor più generali, tra giurisprudenza³³ e dottrina³⁴.

La soluzione affermativa tende, tuttavia, a prevalere in dottrina facendo forza sull'argomento della validità di una clausola di prelazione a condizioni speciali prestabilite e, quindi, non a parità di condizioni³⁵.

Tuttavia, bisogna pur intendersi sul concreto meccanismo operativo di funzionamento delle clausole in simili ipotesi. Vero è, infatti, che la clausola di prelazione non obbliga a vendere (bensì a preferire) e che la parità di condizioni è un elemento che solo di regola è presente nelle pattuizioni in esame; altrettanto vero è, però, che un prezzo di cessione è immancabile - si potrebbe intendere persino in termini di essenzialità - e

³³ La Corte di Cassazione, nell'unica occasione nota in cui ha avuto modo di pronunciarsi sul tema, ha difatti enunciato il principio che "la clausola statutaria con la quale si stabilisce un diritto di prelazione in favore dei soci in caso di trasferimento della partecipazione sociale per atti tra vivi resta necessariamente circoscritta ai soli trasferimenti onerosi *inter vivos*" (Cass. 19 gennaio 1989, n. 93, in *Riv. Dir. comm.*, II, 1). Tuttavia, il ragionamento della Corte si fonda sul presupposto della necessaria parità di condizioni, accolto da molta parte della dottrina solo in via fisiologica e non essenziale, quale cioè elemento solo naturale del negozio.

La S.C. ha assunto a fondamento della propria argomentazione che "prelazione" significa sostituzione del soggetto preferito a quello che figura nel negozio alle stesse condizioni, per l'appunto. Eccezion fatta per la surrogazione di carattere soggettivo, posto che la parità di condizioni sarebbe carattere inderogabile della prelazione, il negozio concluso fra promittente e beneficiario della prelazione non potrebbe che essere identico in tutti gli elementi, soprattutto nel prezzo, a quello che il promittente intendeva concludere con il terzo. Da qui la configurabilità della prelazione nei soli negozi a titolo oneroso.

In verità, dunque, argomenta bene la Corte, pur giungendo, però, a conclusioni non condivisibili. Infatti, anche in presenza di un atto a titolo gratuito deve pur sempre esservi un prezzo; se così non fosse, infatti, l'atto gratuito a favore del non socio diverrebbe in sostanza una donazione a favore di tutti gli altri soci, con questa conseguenza: l'atto gratuito non potrebbe mai conseguire il suo precipuo scopo di avvantaggiare il designato, poiché gli altri soci ben difficilmente si lascerebbero sfuggire una simile occasione di accrescimento della loro partecipazione, al netto di un esborso di denaro.

³⁴ V. dottrina citata in nota 30.

³⁵ Su tutti cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Prelazione societaria e trasferimento a titolo gratuito di quote di s.r.l.*, cit., p. 7. V. anche V. MELI, *op. cit.*, p. 126.

che, pertanto, anche nella prelazione che riguardi atti a titolo gratuito deve esser presente.

Allora, ferma restando la facoltà di un socio di disporre liberamente in favore di un terzo e a titolo gratuito, gli altri soci potranno impedire il trasferimento offrendosi di pagare un determinato prezzo, dunque acquistando la partecipazione a titolo oneroso³⁶.

Un'altra delle questioni che ha maggiormente interessato la dottrina, con vivi contrasti al suo interno, riguarda le conseguenze di un'alienazione effettuata in violazione del patto di preferenza³⁷.

³⁶Cfr. V. MELI, *ult. op. cit.*, p. 189. Sottolinea il carattere necessariamente oneroso della prelazione, pur in ipotesi di trasferimento a titolo gratuito delle partecipazioni, anche A. DI FEBBO, *Clausola statutaria di prelazione e trasferimento a titolo gratuito delle partecipazioni sociali*, in *Riv. Dir. comm.*, 2006, I, p. 441, secondo il quale "l'unica strada percorribile al fine di garantire l'operatività delle clausole volte ad accordare una qualsiasi forma di controllo discrezionale sugli ingressi in società sia quella di vincolare l'esercizio del potere da esse concesso al pagamento di un prezzo".

La dottrina precisa allora che l'acquisto dovrà avvenire al prezzo e alle condizioni previste dalla clausola ove questa abbia previsto meccanismi oggettivi di determinazione del prezzo svincolati dall'offerta del terzo. In assenza di questi, non è da escludersi altresì il ricorso all'applicazione dell'art. 1474, comma 3, c.c., a norma del quale la vendita deve ritenersi conclusa anche in caso di mancata determinazione espressa del prezzo quando sia possibile desumere dalla formulazione della clausola di prelazione che le parti abbiano inteso riferirsi al giusto prezzo.

Così, ad esempio, la clausola potrebbe essere del seguente tenore letterale: «Nel caso in cui il trasferimento avvenga a titolo gratuito, il socio offerente dovrà indicare nella Comunicazione l'equivalente valore in denaro al quale la prelazione può essere esercitata».

³⁷Storicamente possono distinguersi due distinti punti di vista, a seconda, infatti, che una clausola limitativa della circolazione della partecipazione sociale trovi la propria sede in un patto parasociale ovvero nello statuto della società. Nel primo caso, posto che la natura della clausola sarebbe obbligatoria alla luce dell'oggetto di tutela, costituito dall'interesse dei singoli paciscenti, il rimedio esperibile in caso di sua violazione consisterebbe esclusivamente nel risarcimento del danno in favore dei soci aventi diritto alla preferenza. Ciò in coerenza con il carattere obbligatorio del patto di prelazione (volontaria) più strettamente civilistico, ove l'atto di alienazione in favore di un terzo soggetto resta pur sempre valido alla luce di una valore meramente *inter partes* del patto. Per rafforzare il vincolo, autorevole dottrina ritiene ammissibile la previsione di una condizione risolutiva che garantisca il rispetto dell'obbligo assunto, condizionando, per l'appunto, risolutivamente la compravendita al mancato rispetto del patto di prelazione. Con tale strumento il patto verrebbe ad acquistare efficacia anche nei confronti dei terzi, come in tutte le volte in cui si utilizzi il meccanismo condizionale, stante la sua ordinaria efficacia retroattiva ai sensi dell'art. 1360 c.c. Per tale accorgimento v. G. BONILINI, *La prelazione volontaria*, Milano, 1984, p. 191.

Dalla collocazione, invece, in statuto deriverebbe la natura reale delle clausole in esame, ossia di un'efficacia che travalica i rapporti esistenti tra i meri soci, per spiegare le proprie potenzialità, ossia nei confronti di tutti coloro che entrino in rapporto con la società.

La natura reale è stata a tal punto enfatizzata da una certa giurisprudenza di merito, da riconoscere alla clausola il valore di prelazione "legale", stante la sua opponibilità ai terzi, alla stregua di quanto previsto dall'art. 732 c.c. in tema di retratto successorio. In tal senso Trib.

All'interno della corrente dominante - che propende per l'efficacia reale della clausola di prelazione inserita nello statuto (o nell'atto costitutivo) - si distinguono diversi orientamenti quanto alle conseguenze della sua violazione, riportate ora sul piano dell'efficacia dell'atto ora su quello dell'opponibilità, ora, infine, su quello della validità³⁸.

L'opinione maggioritaria si attesta nel senso di un'inefficacia assoluta, ossia non solo nei confronti della società, che potrà rifiutare l'iscrizione dell'acquirente nel libro dei soci, ma anche nei confronti dei soci beneficiari del diritto di prelazione³⁹.

Catania 28 Febbraio 1991, in *Le Società*, 8, 1991, p. 1104 . Questo peculiare effetto deriva dalla particolare pubblicità che viene garantita allo statuto di una società di capitali, tramite il deposito nel Registro delle Imprese presso la camera di commercio del comune ove è stabilita la sede della società.

³⁸Secondo un primo orientamento l'atto di cessione sarebbe valido ed efficace tra le parti, producendo però solo effetti obbligatori e dunque non opponibili alla società, che pertanto dovrebbe rifiutare l'iscrizione dell'acquirente nel libro soci. Secondo tale tesi pur restando formalmente socio l'alienante, questi sarebbe tenuto ad esercitare i diritti sociali in conformità delle istruzioni dell'acquirente . Questa tesi risale al pensiero autorevole di T. ASCARELLI, *op.cit.*, p. 281. Cfr. Trib. Catania 6 febbraio 2003, in *Giur. Comm.*, 2003, II, p. 761.

Tale orientamento, viene fondato sulla considerazione che lo statuto disciplinando solo i rapporti sociali, e non coi terzi, può regolare gli effetti dell'atto di trasferimento solo nei confronti della società, e non nei rapporti tra azionisti e terzi. Questa tesi è stata poi sviluppata dall' ANGELICI, distinguendo la vicenda circolatoria su due piani: uno parasociale, quello cioè dei rapporti interindividuali; l'altro quello sociale, attinente al profilo organizzativo, ove viene in rilievo il significato sociale del trasferimento. Tale duplicità di interessi importerebbe una duplicità di valori, così come di portata degli effetti, rispettivamente obbligatori e reali. Alla luce di ciò il patto di prelazione anche se inserito nello statuto non perderebbe il proprio carattere parasociale, conservando efficacia obbligatoria; d'altro canto, in virtù della procedura d'inserimento in statuto, e del connesso carattere organizzativo assunto, il patto conserverebbe efficacia reale. Cfr. C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in Trattato Colombo-Portale, 2, Torino, 1991, p. 190.

La tesi *de quo*, tuttavia, è stata criticata in dottrina, svuotando di significato la rilevanza della distinzione fondata sulla rilevanza organizzativa: anche clausole che incidono sulla circolazione sono oggettivamente "sociali", in quanto consentono agli organi sociali di negare la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali e di non riconoscere il proprietario come socio.

Una variante della tesi esposta prevede, invece, che l'atto sarebbe pienamente efficace *inter partes*, ma sarebbe opponibile alla società, che dovrebbe comunque procedere all'iscrizione, ma non agli altri soci, i quali allora potrebbero (ri)acquistare le partecipazioni cedute con lo strumento dell'esecuzione in forma specifica ex art. 2932 c.c., ovvero finanche utilizzando lo strumento del riscatto, alla stregua di ciò che accade nella prelazione tra coeredi (art. 732 c.c.). In tal senso cfr. F. COLUCCI, *Efficacia reale della clausola statutaria di prelazione e conseguenze della sua violazione*, in *Giur. Comm.*, 1994, II, p. 709 ss.

³⁹ Restano pur tuttavia fermi i dubbi in ordine al potere di reazione di coloro che avevano diritto ad esser preferiti, cioè se possano agire in riscatto o per il tramite di una pronuncia costitutiva, sulla falsariga di quanto previsto all'art. 2932 c.c.. L'unico punto incontroverso attiene alla circostanza che chi viola una clausola di prelazione è tenuto al

Orbene, dopo aver sommariamente riferito le coordinate strutturali e funzionali della prelazione, occorre evidenziarne la funzione in relazione alla nostra indagine.

Difatti la sua finalità è quella tipica di evitare che un certo bene possa passare di mano a soggetti non graditi e serve, dunque, a concentrare gli assetti proprietari nelle mani dei soci, prevenendo così l'accesso di estranei⁴⁰.

La prelazione può, dunque, condizionare le scelte contrattuali di un soggetto, nella misura in cui riesce ad influenzarne le determinazioni a favore di uno piuttosto che di un altro acquirente del bene oggetto della prelazione.

Essa comporta, almeno di regola, un limite all'autonomia negoziale, in senso soggettivo, poiché riduce la facoltà di scegliere il soggetto con cui concludere il contratto, che diversamente sarebbe libera.

Nell'ambito societario, ponendoci da una diversa prospettiva, la prelazione si avvicina, quanto meno nella funzione, ad un patto di co-vendita. Infatti, piuttosto che considerarla quale semplice strumento di limitazione della circolazione di una partecipazione sociale e di scelta della controparte contrattuale, appare proficuo inquadrarla tra i mezzi di concentrazione della titolarità di più beni, complementari, nella medesima persona, allo scopo di trarne una maggiore utilità in termini di "godimento" (nel senso cioè di attribuire un maggior peso del socio all'interno della società) e "disposizione" (al momento dell'alienazione il titolare sarà sicuramente in grado di ottenere un prezzo maggiore, in presenza di un

risarcimento del danno in via solidale con colui che ha concorso alla violazione. Cfr. L. STANGHELLINI, *sub art. 2355 bis*, in *Commentario alla riforma delle società, Le azioni*, cit., p. 590. Il medesimo A. propende per una valorizzazione dell'art. 2058 c.c. e del risarcimento in forma specifica, per assicurare al danneggiato quella medesima utilità che il comportamento illecito ha tolto attraverso una condanna che trasferisca loro le azioni cui avrebbero diritto.

⁴⁰ Sul tema v. G. GABRIELLI, *Il contratto preliminare*, Milano, 1970, p. 342. Da questo punto di osservazione, essa rappresenta anche una delle funzioni classiche della prelazione ereditaria disposta dall'art. 732 c.c.

premio di maggioranza, rispetto all'alienazione di una minor percentuale di partecipazione posseduta).

Un'assimilazione tra patto di prelazione e accordi di co-vendita, tuttavia, può aversi solo in termini descrittivi e con specifico riferimento al profilo della funzione⁴¹; per il resto, sul piano degli effetti e della struttura, i due istituti si muovono su piani assai diversi⁴².

b) La clausola di gradimento

Procedendo oltre nella nostra analisi, un'ulteriore strumento per influenzare le scelte contrattuali è costituito nella prassi societaria dall'inserimento, in statuto o negli accordi parasociali, di clausole di gradimento⁴³. Con tale termine si intendono quelle clausole che sottopongono l'alienazione della partecipazione sociale al consenso⁴⁴ di un organo sociale o degli altri soci. Al pari, dunque, della clausola di prelazione le clausole di gradimento piuttosto che essere rivolte a vietare

⁴¹ Secondo la rilettura della funzione del patto di prelazione qui proposta.

⁴² Un ulteriore profilo da analizzare attiene poi all'ulteriore possibilità, rintracciata nella prassi dei patti parasociali, di una possibile combinazione delle due clausole (prelazione e co-vendita), con le finalità e le conseguenze che *infra* esamineremo.

⁴³ In dottrina (v. S. MAZZAMUTO, *Questioni sparse*, cit., p. 1509) si sottolinea come sia la clausola di prelazione che quella di gradimento siano accomunate da un medesimo profilo funzionale, suscettibile di tutela in virtù della meritevolezza degli interessi sottesi. Infatti, in entrambi i casi si persegue lo scopo di porre limiti all'*exit* del socio al fine di scongiurare l'ingresso di soci indesiderati. La vicinanza tra le due clausole si arresta, tuttavia, in punto di funzione. A questa non fa seguito anche un'identità di procedimento operativo.

Difatti, da un lato, le clausole di prelazione perseguono l'obiettivo – di preservare la compagine sociale originaria – attraverso l'attribuzione agli altri soci del diritto (di natura potestativa) ad esser preferiti ai terzi nell'acquisto delle azioni dell'alienante; dall'altro, le clausole di gradimento mirano al medesimo fine attraverso l'attribuzione agli organi sociali, del potere di valutare l'opportunità e la convenienza del nuovo ingresso.

Ciò che caratterizza la prelazione rispetto al gradimento è che la mancata iscrizione è l'effetto di una decisione non semplicemente di impedire l'iscrizione, ma di acquistare la partecipazione, assunta dal beneficiario della prelazione.

⁴⁴ L'espressione è volutamente generica, al fine di rendere una definizione che abbracci le varie ipotesi di cui nel prosieguo del testo.

l'alienazione, si prefiggono lo scopo di impedire l'acquisto della qualità di socio da parte del cessionario sgradito.

Le dispute circa la clausola di gradimento si sono dipanate a partire dalla definizione della fattispecie, sino a giungere alla questione della legittimità della clausola c.d. di gradimento mero. La riforma societaria ha, infine, regolato espressamente il gradimento come condizione della circolazione delle partecipazioni sociali agli artt. 2355 *bis* e 2469 c.c.

In precedenza, pur in mancanza di alcuna specifica previsione, nessuno dubitava che nella disciplina contenuta rispettivamente all'art. 2355 c.c., per le s.p.a., e nell'art. 2479 c.c., per le s.r.l., il gradimento fosse contenuto per implicito tra le condizioni cui era consentito subordinare il trasferimento di azioni o quote⁴⁵.

Dal punto di vista delle ragioni alla base della concessione o del diniego del gradimento, all'interno del *genus* delle clausole, possono essere individuate due *species* distinte:

- 1) clausole che richiedono per l'ingresso dell'acquirente in società il possesso di determinate caratteristiche o requisiti soggettivi, tali per cui il gradimento appare in ogni caso ancorato a criteri predeterminati;
- 2) clausole che, invece, subordinano l'ammissione in società al consenso (*placet*) espresso da un organo sociale, di regola quello gestorio, di talché il gradimento è mero.

Se la dottrina non ha mai palesato dubbi sulla validità delle clausole del primo tipo, si era acceso, invece, un dibattito sulle clausole del secondo tipo, sul presupposto che solo contro le prime il socio avrebbe potuto ricevere tutela contro eventuali abusi del gruppo di comando.

Prima la giurisprudenza⁴⁶ e, più significativamente, in un secondo momento, il legislatore⁴⁷ avevano dichiarato l'inefficacia di clausole che

⁴⁵ Cfr. S. GATTI, *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il d. lg. n. 6/2003*, in *Riv. Dir. comm.*, 2003, I, p. 18.

⁴⁶ Cass. 15 maggio 1978, n. 2365, in *Giur. Comm.*, 1978, II, p. 639. La S.C. aveva stabilito che l'art. 2355, comma 3, prevedendo che l'atto costitutivo potesse sottoporre a particolari

subordinavano il trasferimento delle azioni al mero gradimento, posto che esse andavano ad incidere sul diritto del socio a liquidare l'investimento, nei fatti passibile di frustrazione per il rifiuto di gradimento opposto a potenziali acquirenti.

L'affermazione di un'inefficacia assoluta, originariamente ribadita senza possibilità di spiraglio alcuno, è mutata nel corso del tempo, evolvendo verso posizioni più attente a valorizzare l'interesse della società a controllare la composizione della compagine sociale.

La riforma societaria è giunta ad un temperamento del divieto *de quo*, sino alla odierna previsione: la clausola di mero gradimento viene fatta salva dall'inefficacia in presenza di correttivi statutari che salvaguardino l'interesse del socio al disinvestimento⁴⁸.

Nel nuovo sistema così delineato, allora, tanto l'art. 2355 *bis*, comma 2, c.c. che il disposto dell'art. 2469, comma 2, c.c. riconoscono la legittimità del gradimento "mero", ma al contempo attribuiscono al socio che subisce il rifiuto, il potere di recedere dalla società secondo le modalità e la misura previste, rispettivamente, dall'art. 2437 *ter*, e dall'art. 2473

condizioni l'alienazione delle azioni, costituiva una deroga al principio generale della libera commerciabilità dei titoli di credito nominativi (artt. 2022 e 2023 c.c.). Pertanto, soltanto se il limite al trasferimento era stato configurato in modo corrispondente al precetto non derogabile dell'art. 2355, comma 3, e risultava, inoltre, legittimamente opposto dall'organo sociale competente, si realizzava la fattispecie derogatoria, restando conseguentemente precluso il trasferimento dei titoli avvenuto in spregio alle particolari condizioni previste. La sentenza, allora, disponeva l'illegittimità e la conseguente inefficacia del rifiuto da parte degli organi sociali al trasferimento di azioni nominative in relazione alla clausola di gradimento che faceva dipendere dal potere discrezionale degli organi sociali la concessione del *placet*.

⁴⁷ V. art. 22 L. 281/1985. In dottrina, prima dell'entrata in vigore della detta legge, *ex multis* v. C. ANGELICI, *Fine dell'atto di gradimento?*, in *Giust. Civ.*, 1983, I, p. 2066; e successivamente v. A. GAMBINO, *Le clausole di gradimento dopo la l. 4 giugno 1985*, in *Giur. Comm.*, 1986, I, p.11.

Prima ancora era intervenuta la CONSOB che, con una raccomandazione del maggio 1983, aveva sollecitato la rimozione dagli statuti delle clausole di gradimento che facevano dipendere dal potere discrezionale degli amministratori la trasferibilità delle azioni.

⁴⁸ Con autorevole dottrina, possiamo definire, allora, di mero gradimento quelle clausole che non consentono al socio di formulare una prognosi sulla concessione del *placet*, impedendo di individuare con sicurezza un acquirente. Cfr. sul punto L. STANGHELLINI, *Sub. art. 2355-bis c.c.*, cit., p. 577.

c.c.⁴⁹ (salvo che, nelle sole s.p.a., la società⁵⁰ o i soci non optino per l'acquisto delle partecipazioni essi stessi)^{51 52}.

⁴⁹ Secondo la Massima n. 32 del Consiglio Notarile di Milano, sarebbero altresì valide ed efficaci le clausole di mero gradimento che, pur non prevedendo il diritto di recesso ovvero l'obbligo, per la società o per gli altri soci, di acquistare le azioni al valore stabilito per il recesso, contemplino l'obbligo per la società o gli altri soci di acquistare "a parità di condizioni", cioè al prezzo che l'alienante ha concordato con il terzo non gradito, ovvero l'obbligo di procurare altro acquirente gradito. (in AA. VV., *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2007).

⁵⁰ Secondo M. MALTONI (*La clausola di mero gradimento «all'italiana»*, in *Riv. Not.*, 2004, p. 1376 ss.) in questo caso non sarebbe necessaria l'autorizzazione dell'assemblea ex art. 2357, comma 2, c.c.

⁵¹ Le clausole che, pur determinando una limitazione alla circolazione della partecipazione sociale, subordinano tale limitazione alla sussistenza di condizioni predeterminate e limiti di natura oggettiva, dunque tali da non determinare la necessità del diritto di recesso in capo al singolo socio, possono essere definite di gradimento non mero, ciò in quanto la concessione del *placet* è subordinato a circostanze o requisiti il cui accertamento rappresenta atto vincolato e non discrezionale.

D'altro canto, alla luce dell'attuale sistema, è pure possibile che lo statuto preveda clausole (di mero gradimento) per le quali la concessione o meno del *placet* è insindacabile, e il diniego può - addirittura - essere immotivato. Tuttavia se mancano correttivi esterni (quelli indicati oggi dagli artt. 2355 *bis* e 2469 c.c.) esse saranno inefficaci.

Cfr. sul punto V. MELI, *Sub art. 2355 bis c.c., Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini - A. Stagno D'Alcontres, 2004, Napoli, p. 341. Secondo l'A., peraltro, il correttivo deve risultare dalla clausola medesima, deve cioè essere esplicitato, non potendosi, al contrario, desumere - sulla base di un'interpretazione conservativa - che la tutela del socio intenzionato a dismettere la partecipazione riposi semplicemente sull'esistenza del dettato normativo.

Tra le clausole di gradimento non mero, rientrano anche quelle che prevedono a carico del soggetto cui compete il gradimento l'onere di indicare al socio che intende alienare la propria partecipazione l'acquirente eventualmente gradito (clausola di gradimento c.d. alla francese), quest'ultima accolta dalla giurisprudenza della S.C. con sentenza n. 7890/1995 (in *Le Società*, 1996, p. 155), al fine di salvare le clausole in esame dalla sanzione di inefficacia. Più precisamente la S.C. ha ritenuto valida ed efficace la clausola dello statuto di una società per azioni che rimette al giudizio degli organi sociali il potere di autorizzare o vietare il trasferimento delle azioni, quando, pur senza prevedere che l'esercizio di tale potere sia correlato a criteri prestabiliti, la clausola prescrive che, in caso di rifiuto di autorizzazione, la società debba designare altro acquirente delle medesime azioni in luogo di quello non gradito. Nella specie, la clausola di gradimento stabiliva che, in caso di mancato assenso, il consiglio di amministrazione avrebbe dovuto indicare uno o più compratori disposti ad acquistare le azioni al prezzo di mercato, o in mancanza, al prezzo determinato dal locale comitato degli agenti di borsa.

V. in senso conforme Massima Consiglio Notarile Milan, n. 32, cit. Se, infatti, l'interesse protetto dalla disciplina è unicamente quello del socio che intende disinvestire, tale interesse sarà ugualmente tutelato anche se ad acquistare le azioni è un soggetto diverso.

M. MALTONI, *op. ult. cit.*, a riprova della legittimità di una simile clausola, ricorda che il collocamento delle azioni presso un terzo può aver luogo anche in caso di recesso (art. 2437-*quater*, comma 4), che costituisce uno dei rimedi previsti dall'art. 2355-*bis*.

⁵² Il mero gradimento, dunque, inteso come espressione positiva o negativa di una valutazione del trasferimento, è entrato a vele spiegate nel nuovo ordinamento societario a condizione, però, che nel caso di rifiuto sia attribuito al socio, che lo subisce, il diritto di recedere dalla società. La notevole rilevanza delle conseguenze negative che possono derivare dal rifiuto del gradimento, spiega l'intento della legge di bilanciare il possibile arbitrio, di chi dispone del potere di non concederlo, con il correlativo potere del socio alienante di mettere in crisi chi

Orbene, anche la clausola di gradimento comporta un limite all'autonomia negoziale in termini soggettivi, posto che riduce la facoltà di scegliere il soggetto con cui concludere il contratto di alienazione.

Ma, in questo caso, ancor più che nell'ipotesi della prelazione, sono maggiormente evidenti i punti di distacco rispetto agli accordi di co-vendita, generalmente intesi.

In primo luogo, infatti, non si ritiene di poter affermare che il gradimento costituisca un mezzo di concentrazione della titolarità di beni complementari nella medesima persona, allo scopo di trarne una maggiore utilità in termini di godimento e di disposizione, come invece accade in ipotesi di prelazione e co-vendita.

Se, quindi, già con riguardo alla funzione i due istituti (gradimento *vs* co-vendita) si muovono su piani molto lontani, tale distanza è ancor più apprezzabile sotto il profilo della struttura. Rinviando, quanto agli accordi di co-vendita al prosieguo del lavoro, per ciò che attiene alle clausole di gradimento è necessario osservare quanto segue.

Soggetto legittimato ad esternare l'atto di gradimento, è, solitamente, l'organo amministrativo. In particolare, il consiglio di amministrazione della società competente a rilasciarlo si esprime con una delibera consiliare,

impedisce l'alienazione. Il legislatore, quindi, nell'accettare il mero gradimento, come condizione legittima dell'alienazione delle azioni nominative e delle quote di partecipazione al capitale delle s.r.l., vuole richiamare coloro ai quali spetta il relativo potere alla prudenza e alla saggezza (V. sul punto anche V. SALAFIA, *Clausola di gradimento nella circolazione di azioni e quote di s.r.l.*, in *Le Società*, 2006, 9, p. 1078).

Nella disciplina delle società a responsabilità limitata il legislatore si è spinto oltre, consentendo, altresì, ai soci di subordinare - mediante previsione statutaria - il trasferimento delle quote al gradimento di un terzo estraneo alla società. Il riferimento evidentemente è a persone che intrattengono importanti rapporti con la società, a tutela e garanzia dei quali si richiede la presenza nell'organizzazione di soci in possesso di particolari qualità. Situazione questa che può ben comprendersi nel particolare contesto in cui si muove la s.r.l., caratterizzata da compagini societarie che legano le sorti dell'impresa, più che alle dimensioni del capitale impiegato, alle capacità dei propri componenti. Per la diversa disciplina del gradimento in tema di s.r.l. v. A. FELLER, *sub art. 2469 c.c., op. cit.*, p. 347.

e quindi domandarsi quale sia la natura giuridica del gradimento equivale a chiedersi, in modo traslato, quale sia la natura giuridica di una delibera⁵³.

Secondo una dottrina classica⁵⁴, il gradimento (e quindi la delibera di gradimento approvata) deliberato dal C.d.A. sarebbe un atto unilaterale composto da tante dichiarazioni (i voti dei consiglieri) che concorrono a formare un'unica dichiarazione (atto) di volontà imputabile ad un soggetto (l'organo amministrativo) distinto dai singoli soci. In quanto tale, si tratterebbe di atto collegiale e sarebbe diverso dall'atto collettivo, perché in quest'ultimo caso l'atto (anch'esso composto di tante dichiarazioni di volontà quanti sono i soci) non sarebbe imputabile ad un organo distinto dai dichiaranti.

Più precisamente, però, la delibera più che rappresentare un atto della società o dell'organo sociale, configurerebbe la sommatoria di una pluralità di dichiarazioni individuali (le manifestazioni di voto), per cui nonostante la collegialità della delibera, la struttura del fenomeno resterebbe pur sempre quella di una pluralità di dichiarazioni⁵⁵.

La delibera dell'assemblea è, pertanto, un atto negoziale, solitamente collegiale, risultato delle singole dichiarazioni di volontà dei soci che non perdono la loro autonomia ma tutte insieme contribuiscono a dar corpo alla delibera, o in base al principio maggioritario o con la convergenza unanime dei consensi.

Pertanto, comunque inteso, il gradimento è pur sempre un atto negoziale, a fronte degli accordi di co-vendita che sono, invece, clausole ben articolate (c.d. clausole negozio).

Ma in particolare, al di là dei dibattiti intorno alla struttura di tale atto, le controversie sulla clausola di gradimento si sono sempre agitate per la spiccata attitudine di una simile clausola a comprimere il diritto del socio

⁵³ Cfr. S. D'AGOSTINO, *Clausola di gradimento e acquisto di quote proprie nella s.r.l.: analisi di un caso concreto*, in *Le società*, 2004, 10, p. 1202 ss.

⁵⁴ F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1966, p. 211 ss.

⁵⁵ Cfr. F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, 2, Padova, 1990, p. 223.

a disinvestire. Gli accordi di co-vendita, invece, si prefiggono lo scopo, del tutto opposto, di favorire l'uscita del socio dalla società, dando impulso allo smobilizzo di ricchezza del medesimo mediante il trasferimento forzoso della partecipazione. I correttivi che la legge (im)pone per la validità ed efficacia del mero gradimento vanno proprio in questa direzione: se il gradimento non è ancorato a parametri di riferimento, di talché al socio non sia consentito disinvestire, la clausola è inefficace. Se, invece, gli lascia una porta aperta all'uscita allora sarà valida.

Gradimento non mero e patti di co-vendita, dunque, restano, allora, accomunati dal perseguire il medesimo interesse: la tutela dell'*exit* del socio.

Se quelli delineati sono i confini di ammissibilità di una clausola di gradimento e di mero gradimento, una volta segnalato il distacco dagli accordi di co-vendita in termini di natura giuridica e funzione, nel nostro percorso di avvicinamento al cuore del presente lavoro non resta che analizzare un ultimo strumento utile per la tutela di specifici interessi, ma soprattutto, ai nostri fini, quale tecnica di sbarramento all'uscita del socio dalla società: il divieto di alienazione.

c) Il divieto di alienazione/esclusione della circolazione delle partecipazioni sociali

Nella chiave d'indagine sopra indicata, occorre, procedere alla disamina del divieto di alienazione e della connessa tematica dell'esclusione della circolazione delle partecipazioni sociali.

Nell'ambito delle disposizioni sul contratto in generale, a norma dell'art. 1379 c.c. qualora le parti abbiano contrattualmente previsto un divieto di alienazione a carico di uno di essi, è necessario, ai fini della sua

validità, che lo stesso sia contenuto entro convenienti limiti di tempo e che risponda ad un apprezzabile interesse di almeno una delle parti.

In particolare, al detto divieto, nei limiti in cui è ammesso, deve riconoscersi efficacia meramente obbligatoria, posto che produce effetti solo *inter partes* e non anche nei confronti dei terzi acquirenti⁵⁶. In caso di alienazione in spregio al detto divieto, quindi, l'acquirente diverrà comunque titolare del diritto sul bene, il patto non sarà opponibile, ma l'alienante risponderà dei danni nei confronti della parte che aveva ricevuto la promessa di non alienazione⁵⁷.

Si tratta di una norma inderogabile, nel senso che né una pattuizione espressa né la trascrizione dell'atto possono attribuire al patto efficacia reale per renderlo opponibile ai terzi.

La *ratio* della durata limitata nel tempo è da rintracciare nella tutela dell'autonomia privata e nel principio di libera circolazione della ricchezza, che non possono tollerare compressioni a tempo indeterminato, senza subire un *vulnus* coincidente con lo svuotamento del diritto⁵⁸. Già sul piano del diritto comune emerge uno sfavore nei confronti della compressione del potere dispositivo di un soggetto, compressione che appare ammissibile solo se controbilanciata adeguatamente con opportuni correttivi.

Nonostante il tenore letterale della norma, facente specifico riferimento ai soli limiti al diritto di alienare, la giurisprudenza⁵⁹ e la

⁵⁶ La norma è inserita nel capo relativo agli effetti del contratto, proprio a rimarcare il suo carattere obbligatorio, e non reale tipico dei diritti reali.

⁵⁷ Cfr. per tutti F. GALGANO, *Degli effetti del contratto. Art. 1372-1386*, in *Comm. Cod. civ.*, a cura di A. Scialoja-G. Branca, Bologna-Roma, 1993, p. 133.

⁵⁸ La facoltà di disposizione di un bene, infatti, è un connotato essenziale del diritto di proprietà, e una indisponibilità indeterminata, sebbene con mera efficacia obbligatoria, farebbe venir meno il nucleo vitale della situazione giuridica reale. Su tale opinione, quale *ratio* della durata temporalmente circoscritta del diritto di usufrutto (la vita dell'usufruttuario o trenta anni nel caso di persone giuridiche, v. art. 979 c.c.) cfr. M. COMPORI, *Diritti reali in genere*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.* diretto da Cicu e Messineo, VIII, 1, Milano, 1980, 158 ss. V. altresì S. MAZZAMUTO, *ult. op. cit.*, p. 1506.

⁵⁹ Secondo Cass. 11 aprile 1990, n. 3082 «la prescrizione dell'art. 1379 c.c. è espressione di un principio generale che deve trovare applicazione anche in relazione a pattuizioni che, pur non corrispondendo interamente al divieto di alienazione, tuttavia comportino limitazioni altrettanto incisive del diritto di proprietà ed abbiano quindi il medesimo risultato dal punto di

dottrina⁶⁰ prevalenti forniscono un'interpretazione estensiva della disposizione, fino ad attribuirle statuto di norma generale. Così, la regola diviene applicabile a tutti i casi, non previsti, in cui si tratti di regolare la legittimità di accordi il cui effetto sia quello (non solo di vincolare il trasferimento della proprietà, ma anche) di comportare comunque limitazioni incisive sui poteri di disposizione del titolare del diritto⁶¹.

Un delicato problema suscita l'elemento della durata del divieto, alla luce della diffusa convinzione⁶² che si può assumere l'impegno di non alienare solo se convenuto «entro convenienti limiti di tempo».

È discusso, infatti, se la mancanza del termine o la sua eccessiva durata produca l'invalidità del patto ovvero consenta l'intervento del giudice, al quale sarebbe conferito il potere di stabilirlo o ridurlo.

Appare preferibile la tesi dell'invalidità del patto⁶³, posto che le norme che abilitano il giudice a sostituirsi alle parti nella fissazione di un termine sono di carattere eccezionale e non applicabili, dunque, per analogia⁶⁴.

vista pratico» (in *Riv. Dir. comm.*, 1992, II, p.485, con nota di P. Colombo); Cass. 17 novembre 1999, n. 12769, in *Riv. Not.*, 2000, p.369; Cass. 14 ottobre 2008, n. 25132, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 2009, I, p. 425.

⁶⁰ V. E. MANDELLI, *Il divieto di alienazione e la sua portata attuale*, in *Giust. Civ.*, 2002, II, p. 117.

⁶¹ Quanto al contenuto del divieto, vi rientrano il patto di non alienare mai il diritto ad alcun titolo, anche se si vieta di alienare solo ad una determinata persona; il patto di non alienare mai ad un dato titolo (divieto, ad esempio, di donare), anche se il patto vieta di non alienare soltanto ad un determinato titolo e ad una determinata persona.

⁶² V. su tutti P. RESCIGNO, voce *Obbligazioni (nozioni generali)*, in *Enc. Dir.* vol. XXIX, Milano, 1979, p. 133.

⁶³ La sanzione non è costituita dall'annullabilità, bensì dalla nullità del patto, secondo il principio generale sancito dall'art. 1418 c.c.: il contratto è nullo quando è contrario a norme imperative (come l'art. 1379 c.c.). Si tratterà, in particolare, di nullità virtuale.

⁶⁴ Cfr. P. CARUSI, *Il negozio giuridico notarile*, Milano, 1994, II, p. 996.

Per la possibilità per il giudice, di ridurre il termine superiore a quello consentito vedi F. BOCCHINI, *Limitazioni convenzionali del potere di disposizione*, Napoli, 1997, p. 66, secondo il quale tale intervento potrebbe ritenersi consentito subordinatamente alla mancata prova, da parte del dissenziente, dello snaturamento, tramite la riduzione, dello scopo pratico perseguito dalle parti con il patto. Secondo App. Genova 4 maggio 1946 (in *Foro it.*, 47, I, 51) il giudice non potrebbe porre rimedio alla mancata apposizione di un termine.

Per contro, si ritiene invece legittimo un patto di prelazione stipulato senza limiti di tempo, rimanendo il proprietario sempre libero di disporre dei suoi beni e alle condizioni che

La previsione del divieto di alienazione è ancora oggi molto diffusa. Spesso alla base della sua formulazione, finanche tramite testamento⁶⁵, vi sono una molteplicità di scopi ed interessi sia di carattere patrimoniale (quali la protezione di interessi patrimoniali di natura familiare, il mantenimento di determinati equilibri sociali attraverso la conservazione e l'indivisibilità di certi beni) sia di carattere meramente personale, specie nelle ipotesi di clausole testamentarie.

Tale istituto, ai nostri fini, integra un ulteriore meccanismo di condizionamento del comportamento delle parti contrattuali, nel solco degli interessi che stiamo cercando di delineare, allo scopo di limitare per un periodo di tempo determinato il trasferimento del bene a terzi.

Al pari delle clausole di prelazione e gradimento, anche il divieto convenzionale di alienazione, nei limiti in cui, peraltro, è ammesso dalla legge, assolve, infatti, alla funzione di evitare il trasferimento del bene a soggetti potenzialmente non graditi, risultando, quindi, molto affine agli istituti poco sopra analizzati. D'altro canto, però, se ne distanzia per il maggior vincolo che viene a creare in capo alla parte che vi è assoggettata⁶⁶.

È altresì pur vero, tuttavia, che il patto *de quo* non è assimilabile, neanche in punto di funzione, ad un accordo di co-vendita la cui *ratio*, piuttosto che impedire l'alienazione della partecipazione, è - all'opposto - quella di favorire la dismissione (in blocco) dell'investimento in società.

Un divieto di alienazione è, peraltro, previsto anche in materia di società di capitali, precisamente nel medesimo ambito dei limiti alla

meglio preferisce, e ciò per il motivo che la prelazione integra un'ipotesi non di non alienare ma di preferire in caso di alienazione. Cfr. F. GALGANO, *ult. op. cit.*, p. 137.

⁶⁵ V. G. ROCCA, *Il divieto testamentario di alienazione*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1982, p. 409 e ss.

⁶⁶ Ciò, tuttavia, solo in apparenza, posto che l'efficacia (meramente) obbligatoria può non rappresentare un buon deterrente per il rispetto del patto medesimo, avvicinandosi, quindi, sotto il profilo dei rimedi, a prelazione e gradimento inseriti in patti parasociali.

circolazione delle partecipazioni sociali, sinora esaminato con riguardo alle clausole di prelazione e gradimento⁶⁷.

Si tratta di una novità rispetto alla previgente disciplina, innovativa di una tradizione che l'aveva da sempre esclusa⁶⁸.

Parimenti a quanto visto con riguardo ai principi sottesi al divieto di alienazione *ex* 1379 c.c., lo statuto della società per azioni può prevedere l'esclusione della circolazione delle partecipazioni sociali, ma entro convenienti limiti di tempo, che il legislatore ha stabilito in cinque anni.

La scelta del termine quinquennale appare conforme ad uno standard di durata che si rintraccia anche in altre norme che governano la materia. Si veda ad esempio la disciplina imperativa dettata dall'art. 2341 *bis* c.c., novella al codice civile in materia societaria del 2004, a proposito della durata del vincolo parasociale⁶⁹ o in linea più generale la previsione del divieto di non concorrenza di cui all'art. 2557 c.c., in tema di trasferimento d'azienda.

⁶⁷ Si è ritenuto che qualsiasi vincolo imposto alla circolazione della quota debba scontare la conformità all'art. 1379 c.c., rispettando quindi i requisiti dettati dalla legge per i divieti convenzionali di alienazione. Sicché, "l'apprezzabile interesse" che giustifica l'intrasferibilità della quota sarebbe quello dei soci a mantenere compatto ed omogeneo il gruppo societario, garantendo la ristrettezza della compagine sociale. Il divieto potrebbe reputarsi "convenuto entro limiti di tempo" in quanto commisurato alla durata della società. In tal senso S. BORRELLI, *Sulla clausola di intrasferibilità mortis causa della quota di società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2004, 1, p. 59. Nonostante, dunque, il divieto di trasferimento sia riconducibile al precetto dell'art. 1379 c.c., il legislatore ha, comunque, ritenuto opportuno attribuire ai soci il diritto di recesso, come vedremo con riferimento alle s.r.l.

⁶⁸ Basti pensare che la giurisprudenza che aveva dichiarato l'invalidità della clausola di gradimento meramente discrezionale era pervenuta ad una tale conclusione proprio in virtù dell'assimilazione della clausola di mero gradimento ad una (illegittima) clausola di divieto di alienazione (cfr. Cass. 15 maggio 1978, n. 2365, cit.).

Fino alla riforma i soci potevano ben concludere accordi di non alienare le proprie azioni *sub specie* di sindacati di blocco, ma è evidente che con una previsione statutaria l'impegno dei soci a non alienare viene rafforzato dalla certezza che l'acquirente non potrà essere iscritto nel libro soci, in aggiunta all'obbligo del risarcimento del danno previsto in capo a chi ha violato l'impegno assunto.

⁶⁹ Anticipando tematiche che verranno esposte in modo più esaustivo innanzi, la norma prevede, da un lato, la recedibilità *ad nutum* con preavviso di 180 giorni, nel caso di patti stipulati senza termine di durata, e, dall'altro, imponendo il tetto della durata quinquennale per i patti stipulati a tempo determinato, ne fa conseguire la sostituzione automatica della durata legale quinquennale in caso di previsione convenzionale di un termine eccedente tale durata.

La partecipazione azionaria è, in linea di principio, liberamente trasferibile. Tale carattere non può essere radicalmente cancellato ma solo, appunto, compreso nei limiti e alle condizioni previste dalla normativa degli artt. 2555 *bis* e 2469 c.c.

In particolare, soprattutto con riguardo alle s.p.a., è possibile che lo statuto preveda un divieto di trasferibilità delle azioni, stabilito - conformemente al limite di durata della disciplina generale *ex art.* 1379 c.c. - nell'ordine massimo di cinque anni⁷⁰.

La *ratio*, anche in questo caso, è chiara: non è possibile pregiudicare, del tutto, la circolazione delle azioni proprio perché queste rappresentano uno strumento di smobilizzo della ricchezza e, al contempo, un investimento nel capitale di rischio di un'impresa⁷¹.

Questo termine di durata costituisce, dunque, l'estremo vincolo di cui l'autonomia privata può gravare una partecipazione sociale; limite ultimo di compatibilità con un sistema che non tollera l'apposizione di

⁷⁰ In dottrina (C. F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine*, cit., p. 150) si è sottolineato come un tale divieto possa, spesso, incrociarsi con una clausola di gradimento. Ciò in particolare si riscontra nei casi in cui sia previsto un divieto di trasferimento a tempo, derogabile dai medesimi soci con una delibera assembleare (in presenza di maggioranze rafforzate o con il consenso degli stessi espresso individualmente). In questi casi, prosegue il medesimo A., può esser concreto il rischio d'inefficacia della clausola per mancata previsione dell'obbligo di acquisto o del diritto di recesso.

Per un tale motivo, venendo in soccorso della prassi, il Consiglio Notarile di Milano ha elaborato la Massima n. 95, rubricata "Deroga al divieto statutario di trasferimento delle partecipazioni (artt. 2355 *bis* – 2469 c.c.), secondo la quale «Nella s.p.a. è comunque legittima la clausola che – nel limite temporale di cinque anni previsto dall'art. 2355 *bis*, comma 1, c.c. – preveda il divieto di trasferimento delle azioni e nel contempo l'ammissibilità del trasferimento stesso in presenza del consenso dei soci» (in AA. Vv., *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2007).

Tuttavia l'A. citato, sul presupposto della liceità di una deroga convenzionale alla clausola del divieto di alienazione, esclude che in virtù di tale pattuizione accessoria la clausola debba esser ricostruita *sub specie* clausola di gradimento a tempo. Piuttosto resta una clausola di divieto, seppur attenuata (v. *ult. op. cit.*, p. 152 ss.).

⁷¹ Secondo L. STANGHELLINI, *Sub art. 2355-bis c.c.*, cit., in mancanza di norme che riducono *ex lege* la durata superiore dei patti a cinque anni, la conseguenza di un divieto di durata superiore pare essere quella della nullità.

vincoli in perpetuo, tali da svuotare di significato la titolarità del diritto sui medesimi beni⁷².

La previsione della possibilità di inserire, in qualunque momento della vita societaria, un blocco della circolazione delle azioni è controbilanciata dal diritto di recesso riconosciuto ai soci che non hanno concorso all'approvazione della delibera riguardante «l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari» (art. 2437, co 2, lett. b), che però potrebbe essere disattivato da una diversa previsione statutaria. A sua volta, tale evenienza farebbe scattare il diritto di recesso di cui al comma 1 della medesima norma, lett. e), con riguardo alla «eliminazione di una o più case di recesso previste dal successivo comma ovvero dallo statuto»⁷³.

Entro il limite massimo quinquennale, quindi, il legislatore ha reso manifesta la possibile compressione della libertà di alienare; allo stesso tempo, non viene posto alcun limite di durata ove al socio, cui viene imposto un tale sacrificio, venga – comunque - assicurato il controvalore delle proprie azioni.

In tema di s.r.l., l'art. 2469 c.c., affermando il principio della libera trasferibilità della partecipazione sia per atto tra vivi che *mortis causa*, interviene a regolamentare le ipotesi che pongono limiti alla circolazione della posizione del socio, incidendo quindi sulla facoltà di disinvestimento del singolo⁷⁴.

Si tratta di una disciplina incentrata su un'apertura massima alla autonomia privata, che pertanto prevede la possibilità di ammettere financo

⁷² Certamente valido deve in ogni caso ritenersi un divieto a tempo indeterminato o che superi il limite del quinquennio, se accompagnato, come visto, dall'attribuzione di un diritto di recesso *ad nutum*, come già analizzato.

⁷³ Critico nei confronti di tale sistema, definito solo in apparenza sufficientemente garantista, V. MELI, *sub art. 2355 bis c.c.*, cit.

⁷⁴ Prima della riforma la s.r.l. poteva essere "blindata" tanto in entrata quanto in uscita, attraverso il divieto assoluto alla circolazione delle quote sia tra vivi sia *mortis causa*; ovvero prevedendo un divieto di fatto, quale il gradimento. Oggi invece l'inserimento di queste clausole *et similia* abilita il socio a recedere dalla società, eventualmente decorso il termine biennale, o inferiore, inserito nell'atto costitutivo.

limiti assoluti all'ingresso di nuovi soci nell'organizzazione; il secondo comma, infatti, legittima *expressis verbis* l'inserzione nei patti sociali di clausole di intrasferibilità (oltre a prevedere ipotesi di soggezione dell'ingresso di nuovi soci al gradimento *ad libitum* degli organi sociali, singoli soci o, persino, di terzi)⁷⁵.

Il sistema appare regolato per gradi: si va da un regime colorato dal principio di libera trasferibilità delle partecipazioni, a quello diametralmente opposto dell'intrasferibilità; passando per un regime intermedio costituito dalle clausole parzialmente limitative del trasferimento, quali prelazione e gradimento.

L'intrasferibilità, poi, potrà essere assoluta o ovvero limitata ai soli atti *inter vivos* ovvero al solo trasferimento *mortis causa*. Altresì, potrà riguardare la sola ipotesi di trasferimento parziale, ove questa sia ritenuta divisibile⁷⁶.

⁷⁵ Cfr. sul punto M. MALTONI, *Sub art. 2469 c.c. (Trasferimento delle partecipazioni)*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, III, Padova, 2005, p. 1841.

⁷⁶ A differenza della normativa previgente, che nell'art. 2482 c.c. sanciva espressamente la divisibilità delle quote in caso di successione *mortis causa* o di alienazione (a condizione che fossero rispettati i limiti di cui all'art. 2474 c.c.), l'attuale disciplina, post riforma del diritto societario, non contiene alcuna norma sulla divisibilità della partecipazione, essendosi il legislatore, nell'art. 2468, ultimo comma, c.c., limitato a regolare i rapporti dei comunisti con la società e fra di loro, nel caso in cui la partecipazione versi in una situazione di contitolarità, rinviando alle norme di cui agli artt. 1105 e 1106 c.c. La mancata riproduzione della norma di cui al previgente art. 2482 c.c. non deve però indurre, secondo l'orientamento prevalente in dottrina, a ritenere venuto meno il principio della divisibilità della partecipazione, ma si giustifica con la superfluità sopravvenuta di una disposizione *ad hoc* (in tal senso v. M. MALTONI, *La partecipazione sociale*, in C. Caccavale, F. Magliulo, M. Maltoni, F. Tassinari, *La riforma della società a responsabilità limitata*, Milano, 2003, p. 175).

Se, dunque, l'atto costitutivo escludesse la divisibilità della quota, e dunque essa fosse vietata o non possibile, diverrebbe di proprietà comune di più persone, con applicazione della disciplina dell'amministrazione dei beni in comproprietà ex art. 2468 c.c., ultimo comma.

In caso di successione a causa di morte, secondo parte della dottrina e della giurisprudenza, non si verificherebbe una divisione automatica della quota sociale tra gli eredi, ma la quota, salva - ovviamente - l'ipotesi di divisione fatta dal testatore ex art. 734 c.c., cadrebbe in comunione ereditaria, con facoltà per gli eredi di procedere successivamente alla divisione nei modi di legge. In tal senso v., in giurisprudenza, Trib. Roma (ord.), 2 maggio 2001, in *Riv. Not.*, 2003, 1, p. 206, secondo cui «gli eredi del socio di una s.r.l. subentrando *pro quota* nella partecipazione relitta devono iscrivere nel libro soci prima l'acquisto *mortis causa* della quota già detenuta dal *de cuius* (cioè la comunione ereditaria) e, successivamente, anche l'atto di divisione tra gli eredi del socio, comportando ciò l'acquisto da parte di ciascuno di quote in proprietà esclusiva»; in dottrina v. G. C. M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo e continuato da L. Mengoni, Milano, 1982, p.279.

Nella fattispecie, però, diversamente da quanto analizzato poc'anzi per le s.p.a., l'intrasferibilità della partecipazione non è stata ricondotta sotto l'ombrello dello standard di durata quinquennale del vincolo. Il legislatore interviene solo per garantire il bilanciamento degli interessi in gioco: quello del gruppo a selezionare l'ingresso di partecipanti all'attività comune, e quello del singolo socio a disinvestire la partecipazione rispetto ad una compagine all'interno della quale non ha più interesse a rimanere.

Così, a fronte di una clausola che preveda l'intrasferibilità assoluta delle partecipazioni (o ne subordini il trasferimento al gradimento senza prevedere condizioni o limiti, o infine ponga limiti o condizioni che nel caso concreto impediscano il trasferimento a causa di morte) il socio o i suoi eredi possono esercitare il diritto di recesso⁷⁷.

Dal punto di vista della funzione che il divieto di circolazione *de quo* può perseguire, appare evidente come esso stesso si collochi sul medesimo sentiero tracciato, sinora, con riferimento al patto di prelazione e alla clausola di gradimento: persegue, cioè, la stabilità della compagine sociale.

Al riguardo, pur se clausola di gradimento e divieto in esame giungono a comprimere ugualmente la libera circolazione della partecipazione, esse affrontano in modo diverso, conflitti d'interessi diversi.

Per l'orientamento favorevole alla divisibilità v., in occasione di successione *mortis causa*, App. Trieste, 22 novembre 1957, in *Giust. Civ.*, 1958, I, p. 177.

⁷⁷ Da notare, invece, come non legittimano l'esercizio del diritto di recesso né una clausola di prelazione, che non integra un divieto, né una clausola di gradimento ancorata a condizioni o limiti. Peraltro, nelle s.r.l. il diritto di recesso non consegue - come invece per le s.p.a., salvo il caso di diversa clausola statutaria - alla introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle partecipazioni, mancando una disposizione analoga a quella risultante dall'art. 2437, comma 2, c.c.; esso matura, invece, esclusivamente al ricorrere delle situazioni indicate all'art. 2469, comma 2, c.c., ossia di intrasferibilità ovvero di clausola di gradimento senza limiti o condizioni. Secondo la Massima del Consiglio Notarile di Miano, n. 31 (in AA. Vv., *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2007, *cit.*) «queste situazioni, raggruppate dal legislatore in unica previsione, sembrano invece avere diversa portata applicativa», nel senso che alcune di esse determinano il diritto di recesso «per il solo fatto dell'esistenza della clausola statutaria (vi rientrerebbero le clausole di intrasferibilità e quelle di gradimento non accompagnate da limiti o condizioni), mentre per altre il diritto di uscita sorge solo in occasione dell'impedimento, in applicazione della clausola, di un determinato e specifico evento traslativo (vi rientrerebbero le clausole che nel caso concreto pongono condizioni o limiti che nel caso concreto impediscono il trasferimento a causa di morte)».

Come già analizzato, con la previsione di una clausola di gradimento i soci perseguono l'interesse a che l'aspirante socio abbia determinate caratteristiche, da cui deriva un'attenzione alla fungibilità del socio, in virtù proprio delle sue peculiarità soggettive. Nel caso, invece, del divieto, l'interesse ad evitare il disimpegno del socio dalla società viene perseguito blindando, con la previsione *de quo*, l'*exit* del socio, garantendosi per tale via la permanenza di un soggetto particolarmente qualificato per un certo periodo di tempo⁷⁸.

Orbene, il divieto di alienazione, tanto considerato *ex art. 1379 c.c.*, quanto ai sensi della disciplina societaria, rappresenta - unitamente al patto di prelazione e alla clausola di gradimento - soltanto uno degli strumenti che, più o meno intensamente, vengono in rilievo quali possibili tecniche per influenzare le scelte contrattuali raffrontabili con le clausole poste al centro della nostra analisi.

Risulta chiaro, tuttavia, che nessuno degli strumenti tipici o atipici previsti nell'ordinamento, specialmente quelli sinora esaminati, consente di giungere al risultato di un'alienazione congiunta da parte di più soggetti di una pluralità di beni o diritti (ma la nostra attenzione si sposterà adesso interamente su azioni e quote).

Pertanto, quando l'obiettivo perseguito dai soci è quello di vincolarsi l'un l'altro ad un'alienazione coordinata e contestuale delle partecipazioni sociali, lo strumento più idoneo a soddisfare *recta via* detto scopo non può che essere perseguito, ma soprattutto, realizzato con immediatezza attraverso l'elaborazione di c.d. accordi di co-vendita

Non resta, adesso, quindi, che esaminarli nella loro manifestazione in punto di prassi applicativa.

⁷⁸Cfr. in tal senso C. F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine*, cit., p. 158. Secondo l'A., le due clausole avrebbero, altresì, diversi interessi economici a proprio fondamento, posto che con la clausola di divieto di trasferimento si persegue, come accennato, la stabilità della compagine, circostanza che dovrebbe favorire l'investimento da parte di tutti i soci e la serietà dell'investimento.

4. Alienazione congiunta da parte di più soggetti: gli accordi c.d. di co-vendita. *Rationes* di un'indagine sul tema.

Siamo così giunti al cuore del presente lavoro: indagare l'inquadramento sistematico dei patti di co-vendita.

Il compito appare arduo, posto che la tematica in esame solo di recente ha attratto le riflessioni della dottrina⁷⁹ e la giurisprudenza in materia non è ancora assai cospicua.

La curiosità nasce, poi, dall'origine di tali pattuizioni che solo di recente sono state importate nel nostro ordinamento⁸⁰; trattasi di clausole-negozio del tutto inedite nel nostro sistema codicistico e che impongono di essere recepite dopo un vaglio critico che ne verifichi la compatibilità con i principi ortogonali della materia.

Una collocazione sistematica dei patti di co-vendita è tutt'altro che agevole, trattandosi, per di più, di una fenomenologia alquanto variegata.

Ma come potremmo definire tali accordi?

Si tratta di clausole che, solo per sintesi illustrativa, sono chiamate di co-vendita, ma che, invero, racchiudono due sottospecie, quali la cd. clausola di “*tag along*” - nota anche come patto di accordamento - e la cd. clausola di “*drag along*” - nota come patto di trascinamento.

Più precisamente, con la clausola di *tag along* si riconosce ai soci, il più delle volte di minoranza, il diritto – per così dire – di accordarsi e,

⁷⁹ Ciononostante, all'interno della letteratura che si è cimentata in materia, esistono diverse opinioni su più di un punto, come ad esempio in merito alla natura giuridica e alla sua ricostruzione civilistica

⁸⁰ Secondo C. DI BITONTO (*Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Le Società*, 2008, 11, p. 1374) il nome di tali clausole è “evocativo della matrice non autoctona di tale figura giuridica” tanto da poterle ascrivere, così eterodosse rispetto alla tradizione civilistica, in quella categoria dei contratti “alieni” - mutuando una felice espressione di autorevole dottrina (G. DE NOVA, *Contratto: per una voce*, in *Il contratto alieno*, Torino, 2008, p. 1 e ss.) - ad indicare contratti e clausole contrattuali elaborate e utilizzate dalle parti «sulla base di un modello del tutto estraneo all'ordinamento italiano, che pure costituisce la legge applicabile al contratto» (così G. DE NOVA, cit.).

quindi, di ottenere la cessione anche della propria partecipazione sociale al terzo che abbia già negoziato con gli altri soci l'acquisto delle loro partecipazioni.

Speculare, tanto che il più delle volte è compresente con la clausola di cui sopra, è il patto di *drag along*, per mezzo del quale si attribuisce a taluni soci, spesso di maggioranza, il diritto di negoziare non solo la cessione delle proprie partecipazioni, ma anche quelle degli altri soci, i quali si obbligano a cederle al terzo alle medesime condizioni ed al medesimo prezzo (pro quota) pattuiti dal socio che sta negoziando la vendita.

Occorre esaminare i patti in questione sia nel loro profilo statico, per ciò che concerne la struttura, la validità e la loro ammissibilità, sia da un punto di vista dinamico, verificandone le funzionalità, i limiti e gli effetti prodotti.

Non vi è alcun dubbio che terreno di elezione degli accordi di co-vendita sia la prassi societaria, e in particolare quella degli accordi parasociali (anzi, ciò accade tipicamente). Tuttavia, non è inusuale rintracciarli negli stessi statuti sociali, secondo quella tendenza di trasmigrazione del parasociale nel sociale, che rappresenta un territorio fertile per l'autonomia negoziale⁸¹, specie in seguito alla riforma del diritto

⁸¹ M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in Abbadessa-Portale, *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, I, Torino, 2007, p. 611. Secondo l'Autore, infatti, «in tutti i casi in cui sussiste - in fatto e in diritto - l'alternativa tra il patto parasociale e la clausola statutaria, quest'ultima beneficia della possibilità di essere pattuita per l'intera durata della società, mentre il patto parasociale è soggetto, ora, al termine massimo quinquennale imposto in via inderogabile dal nuovo art. 2341 *bis* comma 1, c.c.». Sulla stessa linea di pensiero si colloca anche il Consiglio Notarile di Milano, secondo cui «il limite di durata massima che la riforma ha disposto anche per i patti parasociali delle società non quotate è, assai probabilmente, circostanza che concorre al nuovo interesse per l'inserimento in statuto di questo genere di pattuizioni; esse, infatti, avevano finora avuto sede naturale, almeno di massima, negli accordi tra i soci, e della loro validità, nel contesto di tali accordi diretti, dotati di efficacia limitata alle parti contraenti, non si era sostanzialmente dubitato» (v. Massima n. 88 Commissione Società Consiglio Notarile di Milano, cit.).

delle società di capitali che ha previsto un termine di durata massima per i patti parasociali⁸².

Se quanto finora detto vale in modo pienamente confacente per le s.p.a, occorre interrogarsi sulla possibilità - o utilità - di una tale tipologia di clausole anche in relazione alle società a responsabilità limitata, in ragione della loro ampia diffusione.

Con riferimento proprio alle s.r.l.⁸³ queste clausole possono svolgere il ruolo fondamentale di strumento di risoluzione di problemi e conflittualità che sovente si riscontrano nel modello societario *de quo*.

Questo tipo di società, infatti, non è certamente l'ambito privilegiato per un'analisi dei patti di co-vendita, e invero nessuno degli autori che si sono occupati della tematica vi fa alcun cenno⁸⁴. Cionondimeno, a parere di chi scrive, anche una società a responsabilità limitata può presentare interessi tali da poter soddisfare tramite l'introduzione di clausole *de quibus*.

Si faccia a tal fine qualche esempio, sotto il profilo che potremmo definire dinamico-operativo.

Accade spesso che nel passaggio generazionale di un'impresa, dal padre ai figli, soltanto taluni o, ancor più di frequente solo uno di essi,

⁸² La nuova disciplina in materia dei patti parasociali, introdotta con la riforma delle società di capitali, è contenuta negli artt. 2341 *bis* e 2341 *ter* c.c. Tali articoli disciplinano i patti parasociali, ma, soprattutto, hanno riguardo alla classificazione dei patti parasociali "rilevanti", la loro durata e la pubblicità cui sono soggetti. Con riferimento, invece alle società con azioni quotate in mercati regolamentati, la disciplina dei patti parasociali è prevista agli artt. 122 e 123 TUF. Su tali argomenti v. *infra*.

⁸³ Mediante lo sforzo "creativo" di un attento operatore del diritto si può fare in modo che gli statuti delle medesime acquisiscano l'importanza non di meri schemi da riempire, bensì quella di utili strumenti operativi, specie nella prospettiva – qui delineata – di applicazione delle clausole *de quo* anche alle s.r.l.

⁸⁴ Solo per citarne alcuni, si vedano L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. Comm.*, II, 2009, p.1034 ss.; P. MANGANELLI, *Pattuizioni particolari tra acquirenti e venditori*, in *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, (a cura di) U. Draetta – C. Monesi, Milano, 2007, p.571 ss.; A. STABILINI – M. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *R. dir. comm.*, 4, 2010, p. 949; C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. "drag along": chi era costei?*, in *Le Società*, 11, 2008, p. 1373; C. F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine sociale e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Riv. Soc.*, 1, 2008, p. 148.

prosegua di fatto l'attività paterna, mentre gli altri se ne disinteressino o non abbiano le capacità richieste nel mondo imprenditoriale. Questo tipo di clausole potrebbe essere allora utilizzata dal genitore al fine di "collegare" questi ultimi all'attività sociale. Infatti, a tutela di tutti i figli, apponendo clausole di trascinarsi/accodamento, otterrebbe, da un lato, il risultato di "agganciare" i figli inadatti a quello provetto, consentendo a quest'ultimo di alienare l'intera società a vantaggio di tutti; dall'altro, riuscirebbe ad evitare che - nel caso in cui il figlio più capace decidesse di uscire dalla compagine sociale - gli altri fossero lasciati in balia di un soggetto estraneo.

Si pensi, ancora, al caso classico di una società in cui taluni soci siano entrati a far parte della compagine a motivo della presenza di altri soggetti coi quali si trovino in rapporti di affari. Con una clausola di co-vendita sarebbe possibile ai primi disinvestire la propria partecipazione ove il socio di riferimento decidesse di abbandonare l'investimento. In questi casi i detti soci avrebbero interesse a rimanere collegati tra loro⁸⁵.

Se tutto ciò è vero, ancora più interessante è osservare le clausole alla prova di un altro ambito operativo. Esse il più delle volte trovano diffusione in ipotesi di contratti di acquisizioni di partecipazioni sociali⁸⁶ e nei conseguenti accordi tra acquirenti/investitori.

Infatti, nel momento in cui due o più parti si accingono a negoziare e concludere un contratto avente ad oggetto il trasferimento della

⁸⁵ In tal senso, con riferimento non ad una s.r.l. ma genericamente alla cennata funzione di una clausola di co-vendita, v. A. PEDERSOLI, *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in Bonelli-Jaeger (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1995, 238. Si tratta principalmente di quei casi in cui l'acquisizione di una società è effettuata non da un singolo acquirente ma da una cordata, ognuno dei quali acquista solo una parte del capitale sociale della società *target*; in simili fattispecie la clausola, pertanto, risponde all'esclusivo interesse di quei soggetti che, per una molteplicità di plausibili motivi (commerciali, finanziari o familiari) hanno deciso di acquisire in modo congiunto l'intera partecipazione della società bersaglio, e che con molta probabilità sono intenzionati a rimanere soci della stessa fino al momento in cui il soggetto più rappresentativo decida di disfarsi della propria partecipazione. Sul punto v. anche L. PICONE, *Contratto di acquisto di partecipazioni azionarie*, Milano, 1995, 153. Ma potrebbe anche verificarsi che, sotto un profilo oggettivo, il desiderio di cedere la propria quota derivi da un mutamento nella gestione della società, dovuto ad esempio alla cessione di un particolare settore di attività, e ciò specie in ipotesi di *joint venture*.

⁸⁶ L. FABBRINI, *Validità, cit.*, p. 1034.

partecipazione sociale ovvero un contratto di *joint venture*, essi possono trovarsi dinanzi, rispettivamente, all'esigenza di stabilire i termini di un'eventuale trasferimento della medesima, da un lato, e le regole di *governance*, dall'altro. In queste ipotesi peculiari⁸⁷, l'interesse delle parti può essere quello di prevedere, disciplinandoli in anticipo, le eventuali vie di fuoriuscita dalla compagine sociale, fissando regole per la cessione della partecipazione e ciò perché gli interessi, originariamente convergenti, non sempre permangono tali *durante societate*⁸⁸.

Con i patti co-vendita, allora, si ottiene il risultato di aver adeguata certezza della sorte della propria partecipazione, indipendentemente dall'entità di questa o dal fatto di aver partecipato, con ruolo attivo, alle negoziazioni per la cessione⁸⁹.

⁸⁷ Così come anche in altre operazioni che possono ispirare l'inserimento e la disciplina di tali accordi, come quelle di *project financing* o di *venture capital*, su cui v. *infra*.

⁸⁸ Si tratta di pattuizioni che possono essere intese, in senso lato, quali forme di garanzia di cui le parti si muniscono a fronte dell'incertezza di possibili futuri eventi negativi. Per l'acquirente rappresentano «una forma di tutela preventiva dell'investimento effettuato». In tal senso cfr. P. MANGANELLI, *Le pattuizioni particolari tra acquirente e venditore*, cit., p. 572.

⁸⁹ Per completezza, una parte della dottrina ritiene che il patto di co-vendita, invece di soddisfare l'interesse di un'alienazione congiunta, potrebbe all'opposto assolvere la funzione di agevolare lo scioglimento del rapporto tra le parti coinvolte (cfr. C. D'ALESSANDRO, «*Patti di co-vendita*», cit., p.374, nt.4.)

CAPITOLO II

Sezione I

CLAUSOLA DI «*DRAG ALONG*»

1. Patto di trascinamento e obbligo di co-vendita: criteri d'interpretazione della fattispecie tra contratto e statuto

Accennando poc'anzi brevemente alla categoria di clausole che in modo onnicomprensivo abbiamo definito di co-vendita, si è visto come al suo interno siano individuabili due categorie di accordi: *drag* e *tag along*.

Le clausole di *drag along* consistono, schematicamente, in pattuizioni in forza delle quali un socio, il venditore, di norma socio di maggioranza, è titolare della facoltà di vendere, insieme alla propria partecipazione, anche quelle dell'altro socio, solitamente di minoranza, assicurandogli – per l'appunto grazie al *drag along* – le medesime condizioni contrattuali e il medesimo prezzo unitario ottenute dalla propria contrattazione.

Tale tipologia di patto può essere intesa quale ideale risvolto della medaglia delle clausole c.d. di *tag along*, tanto che il più delle volte sono compresenti, sebbene, come vedremo, si differenzino per funzione e struttura⁹⁰.

Attraverso tali accordi i soci di maggioranza acquistano il diritto di negoziare non solo la cessione delle proprie partecipazioni, ma anche quelle degli altri soci, i quali per converso risulteranno obbligati a cederle al terzo,

⁹⁰ Dalla traduzione dei termini *drag* e *tag* appare più chiaro il motivo per cui tali clausole si possono considerare l'una il risvolto della medaglia dell'altra. Difatti, mentre la prima attribuisce il potere di "trascinare" nell'alienazione un socio, la seconda consente di "accodarsi" nell'alienazione. La divergenza sta, per così dire, nel diverso punto di osservazione da cui viene condotta l'analisi intorno alle clausole *de quibus*.

alle medesime condizioni e al medesimo prezzo (*pro quota*) pattuiti dai soci venditori⁹¹. Per tale motivo prendono il nome anche di patti di trascinamento⁹². A fronte di tale posizione soggettiva passiva, tuttavia, i soci di minoranza - non destinatari della prima offerta - conseguiranno l'utilità di vedersi attribuita una parte della ricchezza che il socio di maggioranza percepisce dal terzo acquirente, ossia una parte del premio di controllo.

Come può desumersi sin d'ora, dall'utilizzo dell'espressione "diritto di trascinamento" è possibile configurare una situazione soggettiva attiva in capo al socio di maggioranza, e, al contempo, in una prospettiva teleologica, anche un'istanza di tutela del medesimo socio.

Una tale esigenza, difatti, si scorge alla luce dell'interesse economico sotteso ad una simile previsione dell'autonomia privata, ovvero: tutelare l'interesse alla liquidazione dell'investimento del socio che riceve un'offerta di acquisto, consentendogli di "tirare fuori" dalla società anche il socio di minoranza, superando in tal modo ogni suo eventuale possibile comportamento ostruzionistico.

Prima di addentrarci in un esame delle questioni di merito, occorre muovere dai possibili metodi interpretativi della clausola in oggetto.

Infatti, ad influenzare il dibattito intorno all'individuazione della natura giuridica degli accordi di co-vendita vi è anche il tema della ricostruzione della fattispecie in termini (meramente) contrattuali, ovvero (anche) organizzativi.

⁹¹ 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 ancora più ampia, quando non anche l'intero capitale sociale. Basti pensare all'ipotesi in cui lo statuto imponga *quorum* assembleari rafforzati su determinate materie, tali da imporre a chi acquista il raggiungimento di posizione dominante in assemblea ordinaria solo detenendo la quasi totalità del capitale sociale. Sul punto cfr. P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di co-vendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2, 2009, p. 163; P. MANGANELLI, *Pattuizioni particolari*, in *I contratti di acquisizioni*, cit., p.591ss.

⁹² In luogo dell'espressione prescelta, si utilizza spesso l'ulteriore «*come along*». In entrambi i casi l'operazione risponde allo schema «se vendo, ti impegni a vendere con me», e dunque tale da produrre obblighi di co-vendita. In tal senso C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita»*, cit., p.379.

Per far ciò non possiamo che ripercorrere l'orientamento dottrinario sui possibili criteri di interpretazione dello statuto, che oscillano tra criteri di interpretazione di carattere oggettivo (appunto perché trattasi di statuto) ovvero soggettivo (proprio perché pur sempre di contratto si tratta, seppur peculiare)⁹³.

È noto come per statuto s'intenda, a norma dell'art. 2328, comma 2, c.c., quell'atto di autonomia privata che contiene «le norme relative al funzionamento della società, anche se forma oggetto di atto separato», da considerare «parte integrante dell'atto costitutivo» e al quale deve essere allegato. Al pari dello statuto, anche l'atto costitutivo è un atto di autonomia privata; più precisamente, entrambi appartengono alla categoria dei contratti associativi e più in generale rientrano tra i contratti plurilaterali con comunione di scopo.

Proprio tale qualificazione giuridica, come sottolinea attenta dottrina⁹⁴, ha costituito uno dei motivi principali di disagio per l'applicazione agli statuti di norme o criteri d'interpretazione proprie del contratto, in quanto pensate più per i contratti di scambio che, a rigore, per quelli con comunione di scopo di tipo associativo.

La circostanza, invero, più che in presunti pregiudizi per la particolare categoria contrattuale, trova la sua ragion d'essere in un motivo ben più profondo: l'insieme del regolamento negoziale da cui origina una società (quindi statuto più contratto) è destinato non solo a disciplinare il rapporto sociale in prospettiva esclusivamente interna alla società medesima, ma, altresì, è insieme di attività che si rivolge verso l'esterno, cioè a tutti coloro che entreranno in rapporti con la società⁹⁵.

⁹³ V. sul punto la pregevole sintesi sul dibattito dottrinario di A. Rizzi, *Interpretazione del contratto e dello statuto societario*, Milano, 2002.

⁹⁴ C. IBBA, *L'interpretazione degli statuti societari tra criteri oggettivi e criteri soggettivi*, in *Riv. Dir. civ.*, 1995, p.526.

⁹⁵ In giurisprudenza si è affermato che «è indubbio che l'individuazione della natura del contratto deve essere ricavata, più che dal tenore letterale delle espressioni usate, dalla comune intenzioni delle parti, desunta secondo i principi degli artt. 1362 ss. c.c., dal contenuto complessivo delle loro dichiarazioni e dal loro comportamento anche posteriore alla conclusione

Da tale premessa, taluno fa conseguire l'inapplicabilità delle regole d'interpretazione soggettiva allo statuto societario; l'opposta interpretazione (di carattere oggettivo) verrebbe, così, giustificata fundamentalmente da ragioni di tutela dei terzi, con conseguente emersione di un profilo eminentemente organizzativo.

Gli articoli dedicati all'interpretazione del contratto (artt. 1362- 1371 c.c.), invero, costituiscono un buon punto di compromesso tra i due possibili criteri di interpretazione⁹⁶. Alcuni, segnatamente quelli soggettivi (artt. 1362-1365 c.c.), mirano ad accertare in via diretta ed immediata il senso e la portata dell'accordo e, quindi, l'intenzione delle parti sulla base delle loro dichiarazioni e dei loro comportamenti; altri, quelli di carattere oggettivo (artt. 1367-1371 c.c.), prescindono dall'indagine sulla comune intenzione e mirano a ricostruire il significato dell'operazione economica alla luce di regole esclusivamente normative.

Norma di confine tra le due diverse prospettive è, invece, l'art. 1366 c.c., che riconduce la comune volontà delle parti ad una valutazione secondo buona fede.

del contratto. Non può, tuttavia, sottacersi che l'atto costitutivo di una società e lo stesso statuto, che ne costituisce parte integrante, pur essendo certamente ricompresi nell'area dell'autonomia privata, presentano caratteristiche particolari, che li differenziano nettamente dai contratti di scambio, in relazione ai quali la maggior parte dei principi condensati nelle norme contenute nel titolo secondo del libro quarto del codice civile è stata elaborata.

Il contratto di società viene, infatti, stipulato per lo svolgimento di un'attività e, appunto per questo, non esaurisce l'interesse delle parti, ma dà vita ad un'organizzazione, che ha il compito di svolgere l'attività programmata, ponendo in essere nei confronti dei terzi una serie indefinita di atti giuridici, diretti alla realizzazione di obiettivi in esso fissati (...). L'insieme di questi elementi spiega perché il legislatore abbia istituito un sistema di pubblicità legale (...) e comunque esclude che possano essere opposti ai terzi fatti non iscritti (art. 2193 c.c.). (...) E fa comprendere, altresì, perché si ritenga più consono alla natura di tali dichiarazioni, il ricorso a criteri di interpretazione obiettivi, piuttosto che a quelli fondati sulla comune intenzione dei contraenti». Così Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. Comm.*, 1996, II, p. 329, citata altresì da F. GALGANO, *Contrattualismo e no per le società di capitali*, in *Contr. e impr.*, 1998, 1, p. 1.

⁹⁶ Chiarisce F. GAZZONI, *op. cit.*, p. 1078 che in realtà non può dirsi che esista un'interpretazione soggettiva e un'altra oggettiva del contratto, posto che l'interpretazione è, infatti, sempre e comunque oggettiva, sia perché ha come punto di riferimento l'accordo, sia perché è condotta con criteri fissati da norme di legge. D'altro canto, è vero, però, che esistono criteri sia oggettivi che soggettivi.

Sulla base della disciplina generale dell'interpretazione del contratto, così sintetizzata, si ritiene che i criteri di carattere oggettivo abbiano un ruolo sussidiario rispetto a quelli soggettivi⁹⁷. Tale regola, però, proprio con riferimento all'interpretazione dello statuto, viene del tutto capovolta, attribuendo un ruolo primario ai criteri oggettivi (-organizzativi) di interpretazione, relegando quelli soggettivi (-negoziali).

Ma la questione è tutt'altro che sopita, anche in dottrina⁹⁸.

Punto di riferimento della nostra analisi, resta pur sempre la funzione organizzativa che contraddistingue il contratto di società dagli altri tipi di contratto⁹⁹. Il fenomeno associativo, in generale, e quello societario, in particolare, costituiscono ipotesi peculiari di attività, poiché al centro di questo vi è un embrione organizzativo composto da procedimenti, norme di coordinamento di comportamenti e tecniche per l'assunzione delle decisioni che ne fanno il contratto di organizzazione per eccellenza¹⁰⁰. In questa

⁹⁷ Anche sulla base della gerarchia delle disposizioni di cui agli artt. 1362 c.c. ss. Non si dubita, infatti, che i criteri di interpretazione oggettiva debbano entrare in gioco solo in via sussidiaria, ossia ogni qual volta l'intenzione delle parti sia rimasta enigmatica, nonostante il ricorso a criteri di carattere soggettivo.

⁹⁸ Tra gli argomenti più spinosi d'interpretazione, si pensi alla rilevanza della condotta degli organi societari e a quello dell'utilizzabilità del materiale post-statutario, ad indicare con quest'ultima locuzione - volutamente generica e indeterminata - il complesso delle manifestazioni degli organi sociali. Sotto quest'ultimo profilo, occorre notare come la valutazione del comportamento complessivo delle parti, anche posteriore alla conclusione del contratto, è dalla legge consentita al fine di determinare la comune intenzione (art. 1362, comma 2); canone interpretativo che, giustamente, viene allocato tra quelli di tipo soggettivo. Coerentemente con l'impostazione oggettivistica in materia, dovremmo escludere l'utilizzabilità di argomenti interpretativi desumibili da circostanze estranee al regolamento contrattuale, statutariamente inteso. Invece, contrariamente alle previsioni, resta prevalente la tesi che ammette l'utilizzabilità di dati extra e post-statutari. V. in tal senso C. IBBA, *op. cit.*, p. 532. Problemi di valutazione del comportamento complessivo delle parti si pongono, invero, già in sede d'interpretazione dei contratti.

Certamente da abbandonare è, però, l'approccio di quell'orientamento che considerando lo statuto parte del diritto oggettivo, assimila il trattamento dell'interpretazione che lo concerne a quello stabilito per la legge, negando in tal modo la contrattualità dello statuto. Così B. SCORZA, *Gli statuti degli enti a tipo associativo, con particolare riguardo alle società di commercio*, Roma, 1934, p. 65, citato da C. IBBA, *op. cit.*, p. 528, e da A. RIZZI, *Interpretazione del contratto e dello statuto societario*, cit., p. 489.

⁹⁹ Recita l'art. 2247 c.c. che con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune dell'attività economica allo scopo di dividerne gli utili.

¹⁰⁰ Per il rilievo centrale che nei contratti associativi assume il profilo dell'organizzazione, v. P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, p. 242.

concezione, allora, il negozio è costitutivo anche di un “ordinamento” contrattuale, caratterizzato dall’attribuzione di poteri agli stessi soci del potere di determinare regole procedimentali e di ripartizione di competenze.

Se così è, pertanto, regole di organizzazione e regole contrattuali rappresentano le une il risvolto dell’altra, ossia due facce della medesima medaglia. Resta sullo sfondo, quindi, una sterile contrapposizione tra impostazioni rigidamente contrattualistiche e altre che non lo sono nella stessa misura¹⁰¹.

Su questo rielaborato sfondo concettuale s’innesta la questione dell’applicazione delle regole d’interpretazione del contratto oltre il tipo contrattuale sinallagmatico, per il quale sono state specificamente dettate. In particolare, il fondamento dell’estensione della sfera di applicazione di tale disciplina viene rintracciato dalla dottrina¹⁰² in norme previste proprio nella disciplina del contratto in generale, precisamente negli artt. 1323 e 1324 c.c.

Dall’analisi della prima norma si desume, infatti, che il legislatore ha dettato una disciplina generale che ha quale punto di riferimento il contratto in generale, schema idoneo a vestire tutti i singoli tipi contrattuali; quindi, tutti i contratti, abbiano o meno una disciplina particolare, sono soggetti alle norme generali. Il disposto dell’art. 1324 c.c. completa il disegno, provvedendo ad estenderne l’applicazione anche agli atti unilaterali *inter vivos* aventi contenuto patrimoniale¹⁰³.

L’elemento dell’organizzazione renderebbe inapplicabile al rapporto sociale una larga parte di norme che concernono le vicende generali del rapporto contrattuale, posto che, ad esempio, la disciplina peculiare dell’invalidità non sarebbe confrontabile con quella prevista in generale per i contratti, se non in termini di eccezionalità. In tale ultimo senso v. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società, Diritto commerciale*, 2, VI ed. a cura di M. Campobasso, cit., p. 73. Senza considerare che il ricorso allo schema contrattuale non potrebbe neanche proporsi in astratto ove manchi un rapporto giuridico tra i soci, come nel caso delle società unipersonali.

¹⁰¹ Cfr. in tali termini A. RIZZI, *L’interpretazione*, cit., p. 498.

¹⁰² G. BENEDETTI, *Negoziato giuridico e iniziativa economica privata*, in *Riv. Dir. civ.*, 1990, II, p. 573.

¹⁰³ Con riferimento al tema dell’interpretazione, A. RIZZI, *op. cit.*, p. 506, ritiene che «la sua collocazione nella parte generale dei contratti reca come corollario il riconoscimento legislativo dell’eccedenza di contenuto normativo di cui le norme delle quali si compone sono portatrici rispetto alla loro formula: e di tale eccedenza di contenuto normativo sono munite proprio per effetto del precetto recato dall’art. 1324 c.c., che ad esse consente di assumere un

Su queste basi, allora, ci si accorge che la tesi dell'interpretazione oggettiva degli statuti diventa «niente di più che una formula verbale»¹⁰⁴.

Propugnare, pertanto, un'interpretazione meramente oggettivistica dello statuto non significa rifiutare, sempre e tutti, i criteri di carattere soggettivo, quanto piuttosto solo quelli che fanno dipendere il significato del regolamento statutario da circostanze o valutazioni non desumibili dallo statuto inteso quale documento¹⁰⁵.

Ciò è ancor più vero specie in relazione agli statuti, alla luce della necessità d'uniformità d'interpretazione delle regole in esso contenute, in quanto destinate a trovare applicazione in una indefinita pluralità di casi ripetuti nel tempo¹⁰⁶.

Quanto sinora affermato, dunque, induce ad adottare, anche con riguardo alla clausola di *drag along* non, in via esclusiva, uno dei due metodi di interpretazione, posto che il risultato non sarebbe sufficiente, ma è necessario propendere per un duplice approccio, stante il loro carattere *et* contrattuale *et* organizzativo; si tratta di due punti di osservazione che giungono a convergere in un solo medesimo punto, come vedremo subito.

ruolo più ampio». Ancor prima, in particolare, il medesimo A. aveva sostenuto che «le norme sul contratto in generale, e quindi anche quelle sulla sua interpretazione, sono idonee a modulare il contenuto delle medesime rispetto ad atti che costituiscono, al pari del contratto, esplicazione di autonomia privata» e che, non si lasciano riportare necessariamente alla (mera) struttura contrattuale.

¹⁰⁴ Così C. IBBA, *op. cit.*, p. 530. L'A. ha l'impressione che «quando si proclama la necessità d'interpretare oggettivamente gli statuti si abbia in mente una classificazione dei criteri legali d'interpretazione non perfettamente coincidente con quella tradizionale».

¹⁰⁵ Si tratta, allora, di mettere in luce i reali rapporti tra l'art. 1362 c.c., norma primaria di riferimento dell'interpretazione secondo criteri soggettivi, con un atto – quale lo statuto – dotato d'indole organizzativa. Il *significante* definito dall'art. 1362 c.c. è costituito dai comportamenti complessivi delle parti, di talché la norma sembrerebbe indissolubilmente legata a fattispecie a struttura bilaterale. Invero, l'esigenza cui cerca di dare risposta detto articolo non è propria del solo contratto, semmai comune agli atti di autonomia in quanto tali, nel senso che: la norma deve trovare applicazione non in ragione della struttura negoziale in esame, ma in ragione del valore dell'atto di autonomia privata di volta in volta coinvolto. Allora, l'art. 1362 c.c. «autorizza la costruzione di una struttura significativa materialmente più estesa della sola fattispecie». Così A. RIZZI, nel suo importante contributo *Interpretazione del contratto e dello statuto societario*, già cit., p. 519.

¹⁰⁶ Possiamo ritenere, dunque, che la tutela dei terzi deriverà dall'inopponibilità agli stessi di circostanze, eventi e significati non desumibili dallo statuto piuttosto che dalla scelta di criteri arbitrari d'interpretazione. Cfr. in tal senso anche C. IBBA, *op. cit.*, p. 537.

a) (segue) *Qualificazione giuridica: spunti ricostruttivi della fattispecie*

Come acutamente sottolineato da autorevole dottrina in occasione di un lodo arbitrale¹⁰⁷, anche con riferimento alle clausole in esame vi sono, infatti, due possibili approcci interpretativi, ossia uno di carattere soggettivo e l'altro di tipo oggettivo.

Sulla scorta del primo, le clausole in esame dovrebbero essere analizzate in base al canone desumibile ordinariamente dalla disciplina prevista all'art. 1362 c.c. e, dunque, indagando la comune volontà delle parti, senza limitarsi al senso letterale delle parole.

Tale criterio escluderebbe a cascata tutti gli altri e, in particolare – come visto – i successivi criteri di natura oggettiva (artt. 1367-1371 c.c.), aventi valore sussidiario.

Seguendo, invece, il diverso criterio oggettivo, si dovrebbe pur sempre avere a mente il contesto in cui tali clausole vengono per così dire «calate», ossia quello societario; non si potrebbe non tener conto delle peculiarità del contratto di società *ex art.* 2247 c.c. e del suo carattere programmaticamente aperto all'acquisto della qualità di socio da parte di una pluralità di soggetti.

La specificità di questo secondo approccio, pur se ineludibile, postula, però, il sacrificio delle originarie intenzioni dei soci che concordarono la clausola; in tal modo, cioè, essa assumerebbe più il significato di “norma” generale valida per tutti i nuovi aspiranti soci, che di semplice regola pattizia, avente carattere relativo¹⁰⁸.

¹⁰⁷In qualità di arbitro unico, Prof. Mazzoni, Lodo Arbitrale 28 luglio 2008, consultabile in *Banca, borsa e titoli di credito*, 4, 2009, p.493.

¹⁰⁸ Seguendo l'approccio di carattere oggettivo, le clausole di volta in volta rintracciabili dovrebbero essere interpretate tutte allo stesso modo, indipendentemente cioè dal numero dei soci (e dalle loro intenzioni) o dal tipo di società in cui quella clausola si trovasse ad operare.

Se, invece, si prediligesse l'approccio ermeneutico di carattere soggettivo verrebbe maggiormente salvaguardata la comune intenzione delle parti, a norma dei criteri di cui all'art. 1362 c.c.¹⁰⁹

L'approccio soggettivistico, pertanto, sembrerebbe lasciarsi preferire, specie in quelle ipotesi di conflitti tra soci che abbiano approvato all'unanimità quella determinata clausola. In questo caso, verrebbe da chiedersi, qual è la ragione per cui si dovrebbe accantonare un approccio ermeneutico soggettivo in luogo di quello astratto-oggettivo?

Dal dibattito esposto *supra*, invero, si è appurato come la materia societaria, sotto il profilo dell'interpretazione, non possa essere analizzata settorialmente, distinguendo cioè in modo netto i profili di carattere organizzativo (recanti con sé criteri oggettivi d'interpretazione) da quelli più prettamente contrattuali (espressione dei criteri soggettivi di interpretazione).

Per tale motivo un inquadramento che opti solo per l'una o l'altra ricostruzione risulta quanto meno insufficiente. Ragionando in termini esclusivamente contrattualistici, non si coglierebbe il ruolo che assume una clausola-negozio, come quella in oggetto, all'interno dello statuto sociale.

Invero, un problema di qualificazione vero e proprio della fattispecie non si pone solo in presenza di clausole aventi natura e collocazione statutaria: l'unanimità del consenso tipico della fase costitutiva di una società non può che attribuire alla medesima un intrinseco valore organizzativo.

Ma anche in una simile ipotesi, una configurazione in termini (anche) contrattuali non è eludibile.

Infatti, considerando che la clausola contenuta in uno statuto avesse mero valore organizzativo, si correrebbe il rischio concreto che la

¹⁰⁹ I principi ispiratori della riforma delle società di capitali hanno dato, peraltro, grande rilievo all'autonomia statutaria, a testimonianza di un *favor* per il concreto contenuto del contratto stipulato, piuttosto che per un'interpretazione di carattere oggettivo.

medesima contenesse mere regole di funzionamento sociale, attribuendo per tale via solo doveri (di comportamento nell'ambito della società) in capo ai soci, senza che essi potessero ritenersi titolari di diritti soggettivi¹¹⁰.

Pertanto, e concludendo sul punto, queste peculiari clausole non esauriscono la loro funzione nel dettare regole meramente organizzative o di funzionamento all'interno dei rapporti della compagine sociale; attribuiscono, in aggiunta a tale funzione, ora al socio di maggioranza, ora a quello di minoranza, veri e propri diritti (soggettivi), nuovi e ulteriori rispetto all'organizzazione sociale in senso stretto, espressione del loro carattere (anche) negoziale.

In un momento non fisiologico della vita societaria, bensì in quello di uscita dalla medesima, i soggetti che ne sono titolari “mutano veste giuridica”¹¹¹, attraverso l'esercizio di diritti e facoltà nel momento di perfezionamento della cessione della propria partecipazione sociale¹¹².

Dal punto di vista sistematico, così, non resta che proseguire l'analisi della clausola dando conto dei profili - più eminentemente negoziali - di una ricostruzione in termini contrattualistici della natura giuridica della stessa e del particolare meccanismo che conduce alla co-vendita “forzata”.

¹¹⁰ Sul punto v. l'insegnamento di autorevole dottrina, secondo il quale una trasposizione in termini soggettivi delle regole organizzative implica che al posto delle tipiche situazioni giuridiche soggettive tipiche del diritto privato, riconducibili in termini generali al dualismo diritto soggettivo ed obbligo, si debba ragionare in termini di potere ed onere. Da questa attenta osservazione deriva ulteriormente che l'eventuale violazione della regola organizzativa non comporta l'inadempimento di un obbligo e/o la lesione di un diritto, quanto piuttosto un non legittimo esercizio di un potere; e ancora che vengano in rilievo problematiche del tipo invalidità/validità dell'atto compiuto, piuttosto che di carattere risarcitorio. In tal senso cfr. in particolare C. ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in Colombo-Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004, p.129; L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie*, cit., p. 1040.

¹¹¹ Cfr. P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di co-vendita*, cit., p. 170.

¹¹² Contrari alla ricostruzione della clausola di *drag along* in termini organizzativi e quale modalità di risoluzione del conflitto tra maggioranza e minoranza sono A. STABILINI-M. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. Dir. Comm.*, 4, 2010, p.951. Secondo costoro, piuttosto, gli interessi in gioco dovrebbero essere ricostruiti nel senso della definizione di regole di uscita dal contratto.

2. Profili di meritevolezza della clausola e interessi tutelati.

Posto che questa articolata tipologia di patti ha trovato diffusione anche nel nostro ordinamento, appare naturale, avendo la clausola una natura atipica ed un'origine estranea alla tradizione giuridica nazionale, che debba scontare un giudizio di conformità ai principi cardine del nostro ordinamento nonché di meritevolezza di tutela..

Il contenuto della clausola, difatti, è certamente diverso dalla prassi statutaria italiana e dagli istituti noti al nostro ordinamento, in precedenza brevemente passati in rassegna. Ciò, piuttosto che esimere dal tentativo di apprezzare il suo contenuto, impone, invece, di: i) valutarne le peculiarità alla stregua delle categorie concettuali note al sistema; ii) verificare se il risultato pratico che i soggetti si propongono di perseguire sia socialmente apprezzabile, ammesso dall'economia nazionale, dal buon costume e dall'ordine pubblico e, come tale, meritevole di tutela secondo la previsione dell'art. 1322 c.c.¹¹³.

¹¹³ Il requisito di meritevolezza ha da sempre formato oggetto di contrasti in letteratura. In dottrina e giurisprudenza si rintracciano sostanzialmente due orientamenti: un primo orientamento si schiera per l'autonomia del giudizio di meritevolezza da quello di liceità (in tal senso cfr. F. GAZZONI, *op. cit.*, p. 816, seppur solo da un punto di vista qualitativo, posto che la funzione del giudizio di liceità sarebbe quella di salvaguardare l'ordinamento giuridico da accordi in contrasto con i propri canoni regolamentari; il giudizio di meritevolezza, invece, dipingerebbe una valutazione di idoneità dello schema contrattuale creato dai privati ad assurgere modello giuridico di regolamentazione degli interessi privati.

In giurisprudenza la S.C. ha affermato che «la funzione del negozio atipico deve essere non soltanto conforme ai precetti di legge, all'ordine pubblico e al buon costume, ma anche rispondente alla necessità che il fine intrinseco del contratto sia socialmente apprezzabile e come tale meritevole di tutela (Cass. 5 luglio 1971, n. 2091, in *Foro it.*, 1971, I, c. 2190).

Un secondo orientamento, maggioritario invero, ritiene che il giudizio di meritevolezza coincida sostanzialmente con l'accertamento della non contrarietà del negozio alla legge, all'ordine pubblico e al buon costume (*ex multis v. ROPPO, Il contratto, in Trattato Iudica – Zatti, Milano, 2001, p. 424*).

Altra dottrina, ricercando ulteriori profili rispetto alla tesi della coincidenza (G. SICCHIERO, *La distinzione tra meritevolezza e liceità del contratto atipico, in Contr. e impr.*, 2004, p. 549), richiamando il Cataudella, afferma che il giudizio di meritevolezza «dovrebbe consistere anche nella verifica che l'obiettivo che il contratto atipico intende realizzare sia funzionale ad un qualche interesse». Pertanto, la verifica della causa del contratto atipico giungerebbe a coincidere con l'accertamento della sua meritevolezza, sicché questa «non implica soltanto l'assenza di elementi di illiceità bensì anche la riconducibilità alla fisiologia dei rapporti quotidiani».

Fino a che punto può spingersi l'autonomia negoziale? Dove e quando, invece, deve intervenire la legge con la sua efficacia integrativa di ciò che i privati non hanno disciplinato in modo autosufficiente¹¹⁴?

Sono questi, fra gli altri, i nodi da sciogliere e per questo occorre, dunque, verificare entro che limiti una clausola "atipica"¹¹⁵ (pur se dotata di una propria tipicità sociale) nel senso appena delineato - nata in un contesto diverso dal nostro ordinamento - possa ritenersi compatibile col sistema giuridico italiano.

Ma, per l'appunto, su quale aspetto deve soffermarsi il nostro giudizio di meritevolezza, ai sensi dell'art. 1322 c.c., con riguardo alle clausole in discorso? Occorre assumere quale (s)oggetto di riferimento l'acquirente ovvero – piuttosto – il socio uscente, e quindi, rispettivamente,

Per una concezione più ampia rispetto a quella dominante v., altresì, Cass. 23 febbraio 2004, n.3545 (in *Guida al dir.*, 2004, 27, p.20), con riguardo ad un'ipotesi di contratto che difettava del requisito di meritevolezza ex art. 1322 c.c., ma non dei requisiti di legge, tale da non poter pronunciare nullità ai sensi dell'art. 1418 c.c., secondo la quale «(...) la violazione di norme dell'ordinamento sportivo (...) se non determina direttamente la nullità per violazione di norme imperative (art. 1418 c.c.), incide necessariamente sulla funzionalità del contratto medesimo, vale a dire sulla sua idoneità a realizzare un interesse meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico(art. 1322 c.c.) (...)».

¹¹⁴ Occorre, infatti, valutare, in astratto, la compatibilità della causa non tipica con i principi costituzionali e generali dell'ordinamento, e quindi il rispetto dei limiti negativi che l'ordinamento pone all'autonomia privata; si badi che anche nei contratti tipici, come sostenuto in giurisprudenza, non si può prescindere dal controllo della rispondenza della funzione del contratto concretamente posto in essere con la funzione tipica astrattamente determinata dal legislatore (cfr. Cass. 23 maggio 1987 n. 4681, in *Giur. It.*, 1988, I, 1, 65).

¹¹⁵ Uno dei concetti chiave del diritto dei contratti è quello dell'autonomia negoziale, ai sensi e per gli effetti dell'art. 1322 c.c. È noto come sulla scorta del suo primo comma, viene riconosciuto dal legislatore il potere dei privati di determinare il contenuto del contratto all'interno del tipo legislativamente definito, in modo da poterne arricchire il contenuto, o restringerlo eliminando statuizioni previste da norme derogabili (cfr. F. GAZZONI, *Manuale*, cit. p. 812). Ma quel che ai nostri fini più conta è il suo secondo comma, fondamentale ai fini di una critica del concetto di atipicità delle clausole di co-vendita. Difatti a norma del suddetto ultimo comma, i privati possono «inventare» il contenuto di un contratto anche all'interno di "tipi" non disciplinati dal legislatore. Ebbene, si rimane sotto l'ombrello dell'atipicità laddove la funzione economico-individuale perseguita dalle parti (c.d. causa in concreto) venga modificata, quando non anche stravolta, attraverso l'inserimento di clausole; si ottiene così un contratto atipico derivato da un contratto tipico (cfr. A. TORDO CAPRIOLI, *Attività negoziale e funzione notarile*, Milano, 1996, p. 11). Tutte le volte in cui, invece, i privati sono talmente creativi da costituire uno schema negoziale del tutto originale, allora si entra nel campo del contratto "innominato", come nel caso in esame.

l'interesse alla stabilità della compagine sociale¹¹⁶ oppure quello volto a lucrare un premio di maggioranza¹¹⁷?

La selezione degli interessi tutelati merita un'analisi approfondita, condotta parallelamente al contesto applicativo delle clausole.

Difatti, nella prassi economico-finanziaria l'inclusione di tali pattuizioni negli statuti societari è usuale, specie laddove la composizione soggettiva della società sia eterogenea, nel senso che alla costituzione della c.d. Newco, creata *ah hoc* per effettuare l'operazione, partecipino sia soci aventi capacità imprenditoriale sia soci meramente finanziatori (c.d. sovventori¹¹⁸), che apportano il capitale di rischio necessario per lo svolgimento dell'attività sociale (c.d. *venture capitalist*)¹¹⁹.

Alla luce delle notevoli implicazioni pratiche coinvolte dalle clausole in esame, occorre, pertanto, concentrare la nostra attenzione sui profili di compatibilità della clausola in discussione con l'ordinamento societario; profili che ad oggi non risultano pienamente lumeggiati dagli studiosi né scandagliati dalla giurisprudenza.

¹¹⁶ Interesse, quest'ultimo, realizzabile – per il tramite di queste clausole – in quanto si viene ad acquistare una società soggettivamente vergine, “ripulita” dell'intera preesistente compagine sociale.

¹¹⁷ Il socio alienante, spesso di maggioranza, trascinando con sé la minoranza, riesce a spuntare un miglior profitto dall'alienazione, di cui beneficerà, comunque, anche la minoranza.

¹¹⁸ Per un'analisi sull'analoga figura in tema di società cooperative si rinvia a *Studi e materiali in tema di riforma delle società cooperative*, a cura di A. ZOPPINI- D. BOGGIALI- A. RUOTOLO, Milano, 2005, p.623 ss.

¹¹⁹ Senza peraltro dimenticare la ricorrenza con cui tali pattuizioni sono riscontrabili in accordi parasociali. Come è possibile leggere dall'attenta analisi svolta da R. BOSSI e G. GIUDICI, in *La reazione del mercato borsistico italiano ad annunci relativi a patti parasociali* (consultabile su <http://www.sa.unibo.it/Nr/rdonlyres/73Eed348-F083-49B5-9F93-0B6B9Bd1Fffb/61386/33GiudiciBossiReazionemercatoapattiparasociali.pdf>), tra gli annunci di patti parasociali intercorsi tra il negli ultimi anni riferibili a società con azioni quotate, il 7,14% contiene una clausola di trascinamento.

Un noto caso di clausola di *drag along* era quello contenuto nell'accordo FIAT-GM, in forza del quale le parti si riconoscono particolari diritti nel caso di vendita della divisione FIAT Auto, che rappresentava una delle società destinatarie delle attività della *joint venture*. Cfr. sul punto L. Cappucci, *Clausole di covendita: Tag-Along, Piggy Back, Drag-Along, Bring-Along*, consultabile sul sito www.nesmercati.com.

Sulla scorta di tale premessa è possibile prendere spunto da un isolato pronunciamento del Tribunale di Milano¹²⁰, dalla cui disamina si può trarre un valido contributo per meglio individuare quali siano gli interessi che la clausola in analisi mira a soddisfare.

Orbene, gli interessi - meritevoli di tutela - perseguiti possono essere distinti in due categorie: interessi dei soci e interessi sociali. Un terzo profilo si colloca, invece, *a latere*.

Quanto ai primi, alla luce dei dati empirici di cui si dispone, è, infatti, possibile verificare che il più delle volte una clausola di *drag along* sia prevista in favore di un socio detentore di una partecipazione di maggioranza. Ma il perseguimento di tale interesse non risulta, ad ogni buon conto, incompatibile, o meglio, non appare antagonista con la tutela degli interessi dei soci di minoranza¹²¹, posto che anch'essi hanno possibilità di trarre beneficio dalla previsione di una clausola *de quo*.

Invero, come affermato dal Tribunale milanese nell'ordinanza citata, la clausola di trascinarsi serve l'interesse (prioritario) del socio di maggioranza di disinvestire la propria partecipazione, senza al contempo esser pregiudicato dalla difficoltà di trovare un compratore disposto a

¹²⁰ Tribunale di Milano, (Ord.), 31 marzo 2008. Il giudice unico, nell'occasione, aveva respinto un ricorso per il sequestro giudiziario avente ad oggetto la partecipazione del socio di minoranza di una s.p.a.; il ricorso era stato proposto da un soggetto estraneo alla società, che aveva negoziato e poi formalizzato con il socio di maggioranza una proposta irrevocabile di acquisto – per sé o per persona da nominare – delle azioni rappresentanti l'intero capitale sociale, per effetto di una clausola statutaria di *drag along*, che prevedeva per il socio di minoranza, l'obbligo di co-vendita della partecipazione di minoranza qualora il socio di maggioranza avesse deciso di alienare ad un terzo la propria partecipazione. Il ricorrente aveva richiesto l'autorizzazione della suddetta misura cautelare a seguito del rifiuto del socio di minoranza, che assumeva l'invalidità della clausola di *drag along*, di conformarsi all'obbligo di co-vendita.

Il ricorso era stato proposto nelle more di un procedimento arbitrale (conclusosi poi con Lodo Arbitrale 28 luglio 2008, cit. [v. *supra* nt. 107]) nel quale il socio di maggioranza chiedeva che venisse accertato che, per effetto della proposta irrevocabile di acquisto dell'intero capitale sociale, negoziata e formalizzata dal terzo acquirente con il socio di maggioranza, ed a seguito del mancato esercizio, da parte del socio di minoranza, del diritto di prelazione sulla quota di maggioranza (previsto anch'esso dallo statuto sociale), si fosse perfezionata la cessione di tutte le partecipazioni della società a favore del terzo acquirente, ovvero che fosse comunque sorto in capo al socio di minoranza un obbligo a contrarre con il terzo. Cfr. C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Le Società*, 11, 2008, p. 1378.

¹²¹ Cfr. L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie*, cit., p. 1037.

rilevare la sola quota di maggioranza ed a confrontarsi con dei soci (di minoranza) che egli non ha potuto scegliere.

In tale ottica, anzitutto, la clausola tutela l'interesse del socio di maggioranza, in qualità di investitore professionale, specialmente nelle società chiuse¹²². Anzitutto, appunto. Perché non è men vero che può venire in rilievo la protezione di interessi dei soci di minoranza, nella misura in cui anche essi beneficeranno del premio di controllo dell'intera società.

Viene in emersione, quindi, un interesse finora rimasto nell'ombra, costituito dalla parità di trattamento nel caso di trasferimento del controllo della società.

Anzi, alla luce del principio esposto, non pare ardito, con il sostegno di autorevole dottrina¹²³, affermare che qualora il socio di maggioranza non riesca a persuadere il terzo potenziale acquirente della bontà dell'operazione di acquisto della partecipazione del socio di minoranza alle medesime condizioni economiche, egli stesso non possa cedere il pacchetto azionario di controllo senza al contempo acquistare la partecipazione del socio di minoranza allo stesso prezzo unitario incassato per la cessione della quota di maggioranza ceduta.

Da un complementare angolo visuale è agevole rintracciare, tra gli interessi in gioco, anche un profilo di tutela dell'interesse sociale.

Con l'inserimento di una clausola di trascinamento, infatti, si realizza la riduzione delle potenziali conflittualità interne: la garanzia dell'omogeneità della compagine sociale e la coesione dei soci assume la funzione di disinnescare il peso che assume, in concreto, la quota di minoranza, da un lato, e il possibile abuso posto in essere dalla medesima,

¹²² In tale tipo di società, infatti, risulta il più delle volte maggiormente agevole trovare un acquirente dell'intero pacchetto azionario piuttosto che non della sola quota di maggioranza, seppur robusta. Cfr. in tal senso N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento*, cit., p. 175.

¹²³ Cfr. in tal senso R. WEIGMANN, *Clausola statutaria di covendita*, in *Giur. It.*, 2, 2009, p. 386.

dall'altro¹²⁴. Pertanto, con la clausola si consente al terzo di poter scegliere la futura compagine societaria, eliminando in radice il problema che la minoranza possa vendere la propria partecipazione ad altri terzi, ovviamente non graditi.

Vi è da dire, invero, nell'ambito delle operazioni cui partecipano investitori di tipo istituzionale, fondi di *private equity* o *venture capital*¹²⁵, che la clausola di *drag along* viene prevista in ogni caso a loro favore, indipendentemente cioè dalla circostanza che essi detengano o meno la maggioranza del capitale. Difatti, in simili circostanze, la clausola assolve la funzione di consentire al socio sovventore di incamerare il controvalore *pro quota* del premio di maggioranza, pur se detentore di una partecipazione minoritaria¹²⁶.

L'acquirente, d'altro canto, dall'inserimento della clausola, riceve un indiretto ed importante vantaggio, anche nei casi in cui siano presenti soci di minoranza ostili al suo ingresso in società, ovvero muniti di un rilevante potere sociale¹²⁷, anche a prescindere dalla misura di partecipazione al capitale.

Ecco il terzo profilo che riteniamo di collocare *a latere* dei due poc'anzi analizzati.

¹²⁴ Sul tema dei possibili abusi della minoranza, si rinvia a R. RORDORF, *L'abuso di potere della minoranza*, in *Le Società*, 1999, 809.

¹²⁵ Per un'elencazione delle previsioni contrattuali che è dato riscontrare con maggior frequenza nel contesto di operazioni a cui partecipano investitori istituzionali v. E. PANZARINI, *Il contratto di opzione*, Milano, 2007, p. 277 ss.

¹²⁶ Il partner industriale invece, contrariamente all'investitore industriale, predilige l'acquisto «ai fini della gestione sociale piuttosto che dell'investimento puro; per tale motivo la partecipazione sarà tanto più allettante quanto sarà garantita all'acquirente una consistente influenza (quando non anche il controllo assoluto) sull'assemblea dei soci».

In tal senso L. PONTI-P. PANELLA, *La "preferenza" nel diritto societario e successorio*, Milano, 2003, p. 222.

¹²⁷ Secondo P. DIVIZIA, *Clauseole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*, in *Notariato* 4, 2011, p. 399, una tale circostanza potrebbe presentarsi nel caso in cui al socio di minoranza siano state attribuite, in virtù di capacità manageriali, particolari poteri sociali, quale ad esempio un diritto di veto sulle nomine dei membri del C.d.A., ovvero facoltà di nomina rilevanti.

Quanto sin qui precede ha quale orizzonte temporale il momento applicativo delle clausole in esame, quindi poggia su una logica di carattere valutativa di tipo *ex post*.

Ponendoci, tuttavia, in altra prospettiva, valutando, in particolare, *ex ante* l'utilità della clausola di *drag along*, è possibile trarre ulteriori rilevanti osservazioni.

Una parte della dottrina¹²⁸ ha, infatti, sostenuto anche la possibilità di far scontare nella prospettiva *ex ante* il giudizio di meritevolezza alle clausole *de quibus*, ossia avendo riguardo al momento stesso della loro predisposizione.

Tipicamente, come già illustrato, la clausola è prevista in favore della maggioranza per risolvere il rischio che, *ex post* (cioè al momento di attivazione di un simile clausola), la minoranza possa opporsi ad una vendita della società, al fine di poter spuntare benefici patrimoniali più elevati di quelli che normalmente gli spetterebbero.

Quel che si vuole evidenziare, infatti, è che con la *drag along* certamente vengono alterati i giochi di forza tra i soci. Vi è, tuttavia, un dato non trascurabile, quello per cui la minoranza non è succube dei soci di maggioranza, vittima sacrificale di un regolamento contrattuale, come si potrebbe pur pensare.

Da questo diverso angolo visuale è possibile rilevare come la clausola divenga vero e proprio elemento contrattuale, utilizzabile quale possibile oggetto di trattative e di scambio; assume, cioè, il valore di oggetto di una concessione - da parte di taluni soci ad altri soci, solitamente, di minoranza - in cambio della quale si riceve un *quid* che controbilancia il sacrificio dell'“esser tirati fuori dalla società”, e tale contropartita è

¹²⁸G. F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag along) ed “equa valorizzazione dell'azione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 4, 2009, p. 531, posto che il loro scopo non sarebbe altro che quello di semplificare la circolazione dei pacchetti azionari di maggioranza, e quindi di allocare diversamente la titolarità delle imprese. Cfr. anche N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento (“drag along”)*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, p. 185, secondo il quale le clausole di trascinamento costituirebbero un utile strumento per favorire investimenti in nuove imprese.

costituita, per l'appunto, il più delle volte, da un maggior prezzo, altre volte, da diritti sociali o tutele ottenute dai soci di minoranza.

In tutti questi casi, allora, la clausola di *drag along* rappresenta, dal lato del socio obbligato, «il prezzo di altre tutele»¹²⁹.

3. Natura giuridica della clausola.

Che si tratti di una fattispecie negoziale dotata di un elevato grado di aleatorietà e, al contempo, tipicità sociale¹³⁰ è indubbio.

Proprio per tale sua caratteristica analizzeremo di seguito le varie opinioni della dottrina che si è occupata della questione in merito alla sua riconducibilità in alcuna delle categorie giuridiche che sono proprie del sistema italiano, beninteso, con una consapevolezza: non è possibile prescindere, caso per caso, dalla specifica e concreta formulazione della clausola. Un'analisi della struttura in termini astratti, infatti, non può che lasciare insoddisfatti.

Muovendo quindi da una clausola tipo, ci serviremo, all'uopo, dell'articolo dello statuto sociale contenente la clausola di *drag along* analizzata dall'Arbitro Unico nel suo lodo arbitrale (citato):

«11.4 Qualora il socio di maggioranza dovesse procedere alla cessione dell'intera propria partecipazione sociale (partecipazione di maggioranza), lo stesso avrà il diritto di offrire in vendita al terzo acquirente (terzo acquirente) la partecipazione sociale dei soci di minoranza (partecipazione di minoranza), insieme alla partecipazione di maggioranza,

¹²⁹Cfr. in tal senso A. STABILINI-M. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti*, cit., ivi p. 966, laddove si evidenziano quali esempi di protezione che la minoranza potrebbe assicurarsi, in termini di *voice*, il diritto di nominare membri degli organi sociali o diritti di veto in assemblea o consiglio; ovvero in termini di *exit*, sebbene meno frequenti, cause di recesso convenzionali.

¹³⁰ Ciò nonostante il suo carattere "innominato", come cercato di dimostrare. Cfr. Lodo Arbitrale, cit., p. 508.

ad un prezzo unitario per azione identico a quello offerto per la cessione della partecipazione di maggioranza.

A tal fine si applicheranno le seguenti previsioni:

- a) Qualora il socio di maggioranza ottenga da un potenziale terzo acquirente una manifestazione di interesse ad acquistare una partecipazione sociale uguale o superiore alla partecipazione di maggioranza, il socio di maggioranza avrà altresì il diritto di offrire al predetto terzo acquirente anche la possibilità di acquistare l'intera partecipazione di minoranza, allo stesso prezzo(per azione) e alle stesse condizioni offerte dal socio di maggioranza;
- b) Nel caso in cui il terzo acquirente decida di acquistare anche la partecipazione di minoranza e pertanto formuli un'offerta irrevocabile di acquisto avente ad oggetto la partecipazione di maggioranza e la partecipazione di minoranza, il socio di maggioranza comunicherà per iscritto ai soci di minoranza l'intenzione di procedere al trasferimento della partecipazione di maggioranza, unitamente a una copia dell'offerta irrevocabile del terzo acquirente di acquistare anche la partecipazione di minoranza»¹³¹.

Una delle peculiarità dell'articolo dello statuto in commento è, poi costituita dalla combinazione della *drag along* con il diritto di prelazione, avente il seguente tenore letterale:«

¹³¹ Non è possibile, lo si ribadisce, prescindere dalla concreta formulazione della clausola. A riprova di ciò basti tenere nella dovuta considerazione le due circostanze seguenti.

In primo luogo, dalla lettura di un patto parasociale - che si è avuto modo di analizzare per gentile concessione del mio mentore e Prof. A. Gemma - si desume che si potrebbe anche non distinguere - nel suo contenuto - tra soci di maggioranza e minoranza. Infatti, in modo impersonale e generico, spesso si fa riferimento al "socio che riceve l'offerta (Parte offerente)" e all' "altro socio (Parte Oblata)".

In secondo luogo, diversamente dalla clausola analizzata nel testo, lo statuto potrebbe altresì prevedere le conseguenze derivanti dal rifiuto del terzo all'acquisto congiunto delle partecipazioni dai diversi soci, come ad esempio la rinuncia all'alienazione da parte del socio che ha ricevuto l'offerta.

- c) Una volta ricevuta la comunicazione succitata, i soci di minoranza dovranno comunicare per iscritto al socio di maggioranza, entro e non oltre il termine di 15 (quindici) giorni, a pena di decadenza, dalla data di ricevimento della comunicazione, l'intenzione di esercitare il diritto di prelazione di cui all'art. 11.3¹³², per tutta e non meno di tutta la partecipazione di maggioranza, allo stesso prezzo (per azione) e alle stesse condizioni offerte dal terzo acquirente al socio di maggioranza;
- d) Scaduto il termine per l'esercizio del diritto di prelazione da parte dei soci di minoranza, il socio di maggioranza dovrà procedere alla cessione della partecipazione di maggioranza e della partecipazione di minoranza al terzo acquirente nei successivi 120 (centoventi) giorni, restando inteso che la cessione della partecipazione di minoranza al terzo acquirente dovrà avvenire contestualmente alla cessione della partecipazione di maggioranza:
- e) (...);
- f) L'impegno dei soci di minoranza vale per l'intera loro partecipazione e non è applicabile in caso di offerta di acquisto parziale»¹³³.

Occorre muovere dalla struttura del patto di *drag along*, avente il seguente tenore: «se vendo ti impegni a vendere con me». Questa, peraltro,

¹³² L'art. 11.3 così recita: «Nel caso in cui un socio (socio offerente) intenda trasferire, vendere o comunque disporre in tutto o in parte della propria partecipazione sociale (ivi compreso anche la costituzione di usufrutto), il tutto mediante qualsiasi negozio (vendita, permuta, conferimento, ecc.), anche a titolo gratuito, ovvero in conseguenza di una delibera o atto sociale (di fusione, scissione, assegnazione o scioglimento), detto socio offerente dovrà prima offrire le proprie azioni agli altri soci ai quali spetta il diritto di prelazione in proporzione alle loro partecipazioni, sull'intero ammontare (ed esclusivamente sull'intero ammontare) delle azioni offerte in vendita; a tal fine il socio offerente dovrà inviare per raccomandata con ricevuta di ritorno all'indirizzo degli altri soci una comunicazione scritta (comunicazione). Il socio offerente dovrà specificare in tale comunicazione il numero delle azioni offerte, il prezzo unitario per ciascuna azione, il nome del cessionario ed i principali termini e condizioni della prospettata cessione (...)».

¹³³ Clausola reperita da R. WEIGMANN, *Clausole statutaria di co-vendita*, cit., p. 384, nt.1.

potrebbe far propendere la nostra analisi per una ricostruzione in termini di contratto preliminare¹³⁴(unilaterale), ove un soggetto, il promittente, si impegna a stipulare un contratto di compravendita avente ad oggetto peculiari beni rappresentati dalle partecipazioni.

Si tratterebbe, però, di un'ipotesi del tutto particolare, e non solo per il tipo di bene oggetto di compravendita. Difatti, a differenza di una normale ipotesi di preliminare, il promittente si impegna a vendere subordinatamente alla circostanza che lo stipulante decida di vendere, di talché si tratterebbe, in primo luogo, di un accordo sottoposto a condizione sospensiva. Il destinatario della vendita, poi, non sarebbe il medesimo stipulante, ma un soggetto (almeno inizialmente) terzo, la cui identità - a priori - nella clausola il più delle volte non è determinata, così come non determinata sarà pure la durata del "vincolo".

Un ultimo, ma non meno importante, elemento di peculiarità è costituito dal prezzo, anch'esso spesso non determinato, pur se determinabile¹³⁵.

Alla luce dell'esposizione - in termini generali - della questione, dunque, la ricostruzione del patto dovrebbe tendere ad avvicinarsi, ancor più specificamente, alla figura del contratto preliminare a favore di terzo, stante l'iniziale impossibilità di determinare l'identità di quest'ultimo¹³⁶.

La mancata determinazione *ab initio* dell'identità del terzo è argomento che non soffre obiezioni, e non potrebbero sollevarsi dubbi di validità intorno alla previsione statutaria (o per il tramite di un patto parasociale) di un accordo tra i soci della medesima società con cui uno di

¹³⁴Per l'opinione positiva alla ricostruzione in termini di preliminare, v. C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita»*, cit., p. 383; C. F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita*, cit., p. 532. Secondo quest'ultimo A. la clausola configura un «obbligo preliminare – alla conclusione di un contratto definitivo con un terzo a prezzo da definire *per relationem* – che l'altro socio consegue per potersene giovare nelle proprie trattative con il terzo acquirente».

Nei termini della critica suesposta v., invece, Lodo Arbitrale Prof. MAZZONI, p. 510.

¹³⁵ La questione del prezzo rappresenta, come vedremo, il *core theme* della nostra analisi.

¹³⁶ Si veda l'ampia trattazione di G. GABRIELLI, *Il contratto preliminare*, e in particolare sul tema p. 334.

essi si impegnano al compimento di prestazioni in favore di un terzo soggetto al momento non identificato, e che tale sarà dall'altro contraente, latore di un proprio interesse alla stipulazione, a norma dell'art. 1411 c.c., comma 1.

Tuttavia, il maggior ostacolo alla configurazione della clausola in termini di contratto (preliminare) a favore di terzo si rinviene in una peculiarità della figura delineata dall'art. 1411: il contratto a favore del terzo non tollera, infatti, oneri per quest'ultimo, in quanto può, e deve, produrre per lui soltanto effetti favorevoli¹³⁷. Il terzo, cioè, non può che esser beneficiario della prestazione dovuta dal promittente, deviata nei suoi confronti per volontà ed interesse dello stipulante, non potendo essere chiamato ad eseguire lui stesso come debitore una prestazione corrispettiva a quella a lui rivolta.

Nella clausola in esame il meccanismo dell'art. 1411 c.c. verrebbe ad operare nel modo da ultimo indicato, ovvero in modo distorto, in quanto il terzo acquirente sarebbe tenuto al pagamento nei confronti del socio di minoranza del prezzo delle azioni oggetto di co-vendita¹³⁸.

¹³⁷ V. *ex multis* C. M. BIANCA, *Diritto civile, 3. Il contratto*, Milano, 2000, p. 568.

¹³⁸ Peraltro la configurazione *sub* fattispecie dell'art. 1411 c.c. non appare particolarmente agevole anche alla luce della complessità del concreto meccanismo operativo di una clausola (-negozio) di co-vendita, ove non si vuole, invero, propriamente beneficiare un terzo soggetto, diverso dallo stipulante e dal beneficiario; non si prende, cioè, minimamente in considerazione la possibilità di non-efficacia della clausola di deviazione, con la conseguenza che gli effetti resterebbero nella sfera giuridico-soggettiva dello stipulante (quando non addirittura di un altro soggetto, cui lo stesso stipulante si sia riservato di devolvere il beneficio). Per non parlare, poi, della espressa previsione di un potere di revoca, che se, nell'ipotesi fisiologica di contratto a favore di terzo, riveste un preciso significato sotto il profilo della giustificazione causale dell'attribuzione al terzo, nella clausola in discorso verrebbe a creare un corto circuito con gli interessi che si prefiggono le parti con la stipulazione della medesima.

Con la migliore dottrina (v. L. V. MOSCARINI, *Il contratto a favore del terzo*, in *Il codice civile Commentario*, Milano 1997, p. 59) ancora, nel caso di contratto a favore del terzo, l'acquisto del diritto da parte del terzo costituisce un effetto immediato del negozio da altri compiuto in suo favore; nelle clausole *de quibus*, invece, secondo una certa dottrina per il trasferimento della titolarità delle partecipazioni sarebbe necessario un successivo contratto di trasferimento (in quest'ultimi termini C. F. GIAMPAOLINO, *Clausole di co-vendita*, cit., p. 533, sul presupposto di una ricostruzione della fattispecie in termini di: un primo contratto tra terzo e socio maggioritario ed un ulteriore contratto tra terzo e socio di minoranza).

Con riguardo ad una clausola di co-vendita il terzo, inoltre, è tale solo temporalmente, cioè in una fase preliminare che vede coinvolti esclusivamente i soci che attualmente fanno parte della società; in un secondo momento il terzo diverrà egli stesso parte del contratto.

Nella sua disamina, il Tribunale milanese aveva proposto una ricostruzione del meccanismo in oggetto come una concessione da parte di un socio, quello di minoranza, in veste di promittente, al socio di maggioranza, in qualità di stipulante, di un'opzione d'acquisto in favore del terzo¹³⁹, ove il diritto potestativo di opzione sarebbe stato sospensivamente subordinato al fatto che un socio, cioè il titolare del diritto di *drag along*, ricevesse dal terzo un'offerta d'acquisto che intendesse accettare¹⁴⁰.

Si tratterebbe di un peculiare negozio avente, invero, funzione preparatoria della stipula del futuro e conclusivo contratto.

In particolare, l'opzione viene ricostruita da autorevole dottrina in termini di fonte di rapporti giuridici «di natura strumentale»¹⁴¹, quale uno dei possibili negozi bilaterali (o anche unilaterali, se consideriamo- oltre al patto di prelazione e al contratto preliminare - anche la proposta irrevocabile) che creando un vincolo a carico di una o entrambe le parti del rapporto, è propedeutico alla stipulazione di un ulteriore contratto finale, che in via definitiva sarà deputato alla disciplina dei rapporti tra i soggetti.

Analizzando i tratti strutturali della figura disciplinata dall'art. 1331 c.c., la dottrina si è spesso trovata in disaccordo (anche) sulla ricostruzione di questa figura giuridica¹⁴².

¹³⁹ Più precisamente il tribunale si è pronunciato in questi termini: "opzione *call* a favore di terzo", con beneficiario determinabile in ragione della disponibilità ad acquistare con proposta irrevocabile l'intero capitale, sulla partecipazione di minoranza.

Altra parte della dottrina, ricostruisce la fattispecie in termini di "opzione di acquisto per persona da nominare", ai sensi dell'art. 1401 c.c., la cui efficacia sarebbe sospensivamente condizionata al verificarsi di tre circostanze: che la co-vendita avvenga nell'ambito della cessione dell'intero pacchetto sociale, alle medesime condizioni garantite al socio aspirante venditore, ad un prezzo idoneo a garantire un determinato ritorno economico al co-venditore. In tal senso PROVERBIO, *I patti parasociali*, cit., p. 72.

¹⁴⁰ Nell'ipotesi ulteriore e diversa in cui fosse previsto anche un diritto di prelazione, il diritto di prelazione sarebbe altresì condizionato al mancato esercizio della prelazione da parte del socio obbligato a co-vendere. Cfr. in tal senso anche L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie*, cit., p. 1039.

¹⁴¹ G. GABRIELLI, voce *Opzione*, in *Enc. Giur.*, XXI, Roma, 1990, p.3.

¹⁴² Criticabile è certamente la teoria (sostenuta da M. FRAGALI, *Dei requisiti del contratto*, in *Comm. Cod. civ.*, (a cura di D'Amelio-Finzi), libro *Delle Obbligazioni*, Firenze, 1948, I, p. 343) che la ricostruisce in termini di contratto preliminare unilaterale, per il semplice motivo che nel preliminare occorre prestare un nuovo consenso per la conclusione del definitivo, laddove nel

Secondo l'orientamento più accreditato, tuttavia, l'opzione sarebbe il risultato dell'unificazione di due rapporti contrattuali distinti. Il primo rapporto è in via di formazione, poiché di esso inizialmente vi è solo una proposta irrevocabile (inserita in un contratto), tale per cui il concedente l'opzione è il solo contraente in tal modo vincolato, a fronte dell'altro contraente che resta libero da qualunque obbligo; il secondo rapporto è eventuale, ma a contenuto predeterminato, che verrà a sostituirsi al primo ove il titolare del diritto potestativo d'opzione decida di esercitarla, perfezionando il secondo contratto¹⁴³.

Orbene questa struttura, secondo parte della dottrina¹⁴⁴, non sarebbe, da un lato confacente, dall'altro compatibile, con il meccanismo operativo della clausola: non sarebbe possibile cioè ricondurre all'opzione un vincolo assunto "*in incertam personam*", ossia nei confronti di taluno ignoto al momento del rilascio della proposta irrevocabile, ma identificabile in un secondo momento sulla base di criteri specificati nella stessa proposta.

Invero, la tesi del contratto di opzione con clausola accessoria di deviazione degli effetti a favore del terzo *ex art. 1411 c.c.*, viene seguita da altra dottrina¹⁴⁵, secondo la quale i soggetti interessati dalla complessiva operazione sarebbero: i) il socio di minoranza trascinato, nella duplice veste di concedente il diritto di opzione e di promittente (1411, co. 2 c.c.); ii) il socio di maggioranza trascinato nel ruolo di stipulante (*ex art. 1411*

contratto di opzione è necessaria e sufficiente l'accettazione dell'oblato. In tal senso Cass. 26 marzo 1997, n. 2692, in *Mass. Giust. Civ.*, 1997, p. 469.

¹⁴³ Si tratta della teoria del c.d. doppio contratto, sostenuta tra gli altri da D. RUBINO, *La compravendita*, in *Tratt. dir. Civ. comm.*, a cura di A. Cicu- F. Messineo, Milano, 1962, p. 53.

¹⁴⁴ Prof. MAZZONI, *Lodo Arbitrale*, cit., p. 509, il quale a sostegno della propria tesi porta quale argomento prioritario il principio della tipicità delle promesse unilaterali.

Da questo punto di vista il tribunale di Milano ha mostrato invece di aderire alla tesi della non essenzialità della determinazione del terzo beneficiario al momento di perfezionamento del contratto, purché siano predeterminati i criteri per farlo.

¹⁴⁵ Segue la detta costruzione giuridica anche C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along*, cit, p.1382. Ma in senso contrario v. C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita*, cit., p. 532, secondo il quale non sarebbe sufficiente l'accettazione del terzo di una proposta irrevocabile fatta a suo tempo dal socio obbligato, ed il mancato esercizio della prelazione statutaria da parte dei minoritari, per perfezionare il negozio, anche perché – quanto al trasferimento delle partecipazioni - il passaggio della titolarità è rinviato ad un successivo contratto di trasferimento.

c.c.); iii) il futuro terzo acquirente della partecipazione di minoranza, nella doppia posizione giuridica di opzionario e terzo beneficiario (*ex art.* 1411 c.c.).

Una tale ricostruzione giuridica si lascerebbe ad ogni modo certamente preferire a quella del contratto per persona da nominare *ex art.* 1401 c.c. Infatti la migliore dottrina¹⁴⁶ configura tale fattispecie sul piano positivo come contratto per sé. L'ulteriore possibilità che il contratto produca effetti per altri soggetti, da nominare in futuro, è solo eventuale, potremmo dire anche residuale, e ciò nel precipuo senso che lo stipulante potrebbe non esercitare la *electio*, e rimanere parte contrattuale sia formale che sostanziale.

La clausola di *drag along*, invece, non si adatta perfettamente alla fattispecie in quanto non verrebbe considerata la prima delle due possibilità, ovvero che il contratto sia previsto per gli interessi dello stipulante medesimo; l'effetto voluto non è mai quello che il socio titolare del diritto di co-vendita subentri lui stesso nel patto per effetto della mancata nomina *ex art.* 1405 c.c.

In altri termini, allora, seguendo tale prospettiva, la clausola di *drag along* sarebbe configurata soltanto “per persona da nominare”¹⁴⁷.

Una clausola di *drag along* non può non ricevere una propria qualificazione, il più aderente possibile alla precisa volontà delle parti e alla funzione economico-individuale che le è propria.

Con molta probabilità, e senza voler eludere la questione in punto di ricostruzione della clausola, non si può, come accennato, dare una risposta soddisfacente che valga per la generalità dei casi in cui ci si trovi dinanzi a tali pattuizioni.

¹⁴⁶G. VISINTINI, *Del contratto per persona da nominare. Artt. 1401-1405*, in *Comm. Cod. civ.*, a cura di A. Scialoja – G. Branca, Bologna-Roma, 1993, p. 345-346.

¹⁴⁷ Tale fattispecie tuttavia, divergerebbe da quella appena esaminata ai sensi dell'art. 1401 c.c., per avvicinarsi ad altra e diversa fattispecie, quella del contratto per conto di chi spetta, ove la dichiarazione di nomina, per effetto di elementi oggettivi, non può di certo mancare. Cfr. in tal senso, F. GAZZONI, *Manuale*, cit., p. 1062.

La ricostruzione in termini di preliminare potrebbe nella maggior parte dei casi essere quella più frequente, e, soprattutto, compatibile anche con la previsione di un mandato a vendere che sia successivo all'obbligo assunto in via preliminare¹⁴⁸.

Orbene, nell'ipotesi sottoposta all'esame dell'Arbitro Unico - in cui lo scopo perseguito è specificamente quello di vincolare la controparte a seguire le iniziative dello stipulante - lo schema più naturale sembra allora essere quello del mandato a vendere¹⁴⁹, specie se poniamo in evidenza il dato della cura dell'interesse altrui.

Tale qualificazione si ricava difatti da un'interpretazione complessiva della clausola e dell'intenzione delle parti contrattuali. Infatti, l'intenzione del socio di minoranza che abbia contrattato un simile accordo è precisamente quella di concedere al socio di maggioranza il potere di disporre anche della propria partecipazione, nell'ipotesi in cui un terzo si sia reso disponibile all'acquisto dell'intero pacchetto di azioni rappresentanti l'intera percentuale del capitale sociale, ad un prezzo complessivo unitario¹⁵⁰.

La sussunzione *sub specie mandati* è tanto più convincente quanto più si pensi ad un'ulteriore circostanza. Nella fattispecie, infatti, gli interessi dei soci di maggioranza, da un lato, e di quelli di minoranza, dall'altro, possono giungere a riunirsi, convergendo nello scopo di massimizzare il prezzo di vendita delle azioni complessivamente detenute in società.

Sicché, la maggioranza si troverà nella posizione contrattuale di gestire congiuntamente sia il proprio interesse che quello dei soci di minoranza, affine per natura e volontà delle parti. Se quanto esposto è vero,

¹⁴⁸ Cfr. in senso conforme alla detta ricostruzione C. F. GIAMPAOLINO, *ult. op. cit.*, p. 532.

¹⁴⁹ Con o senza conferimento di un potere di rappresentanza.

¹⁵⁰ Una tale interpretazione è coerente con la funzione che si è cercato di delineare sinora, evitando così al socio di minoranza, soprattutto nei casi in cui vesta i panni del partner finanziario, di restare indefinitamente vincolato al proprio investimento azionario e di vedersi garantito un diritto di *exit* dalla società ottenendo il valore di mercato delle proprie azioni (cfr. L. ROSSANO, *La natura e la validità*, cit., p.130, il quale richiama l'interpretazione dell'Arbitro unico nel Lodo Arbitrale del 29 luglio 2008).

come è vero, la figura del mandato a vendere è quella che più rispecchia la funzione della clausola così come la volontà contrattuale delle parti, soprattutto in quella sua peculiare variante che prende il nome di mandato *in rem propriam*, ove l'incarico dato al mandatario è dato anche nell'interesse del mandatario stesso (art. 1723, comma 2 c.c.), reso dalla stessa legge irrevocabile¹⁵¹.

La vocazione del contratto di mandato ad adattarsi ad ogni circostanza in cui è in gioco la gestione anche di un altrui interesse, rafforza la ricostruzione giuridica nei termini suesposti.

Ma c'è un'ulteriore connotazione del mandato di cui si tratta che vale il caso di sottolineare. Oltre ad esservi un incarico attribuito anche nell'interesse del mandatario, la fattispecie analizzata si presenta quale mandato a disporre con diligenza *quam suis*¹⁵². Invero, difatti, non si tratta di mandato (meramente) esecutivo, in quanto in esso sarebbero ancor tutti da determinare, e in maniera esauriente, gli elementi essenziali del negozio gestorio. Tuttavia in casi analoghi a quello *de quo*, non si deve cadere nell'errore di ritenere che il contratto sia nullo per indeterminatezza dell'oggetto (e conseguente violazione dell'art. 1346 c.c.), poiché invero si è in presenza di contratti in cui oggetto della prestazione dedotta in obbligazione è proprio la diligenza, e non un risultato predeterminato. Sarà allora il *facere* del mandatario a concretizzare la prestazione.

La libertà del mandatario dovrà essere inquadrata entro margini non troppo ampi, essendo delimitata dall'esecuzione del contratto con diligenza e buona fede, sulla base del principio fiduciario che sta alla base del rapporto mandante-mandatario¹⁵³.

¹⁵¹ Tale ricostruzione è sostenuta soprattutto dal Prof. MAZZONI nel suo Lodo Arbitrale, cit., p. 510; ma anche da L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie*, cit., p. 1040, il quale tuttavia pone in guardia da una ricostruzione della fattispecie solo in termini contrattuali.

¹⁵² In questi termini si esprime il Lodo Arbitrale, cit., p. 512.

¹⁵³ Rileva, ai nostri fini, il richiamo di tali obblighi fiduciari. Proprio questo può costituire uno dei criteri fondamentali per escludere un'indeterminatezza nel fissare il prezzo di vendita delle azioni, e, in termini più generali, per escludere un'arbitrarietà insindacabile dell'attività gestoria, posta in essere dalla maggioranza.

Nonostante peraltro taluna parte della dottrina ritenga che il mandato ad alienare sia idoneo a produrre immediati effetti traslativi diretti¹⁵⁴, in giurisprudenza, con riguardo al mandato ad alienare senza rappresentanza (ipotesi non espressamente regolata dal codice civile), prevale la tesi opposta, secondo la quale questo tipo di mandato produrrebbe solo effetti obbligatori, con conseguente esposizione del mandante al rischio di dover risarcire al (solo) mandatario (e non al terzo) i danni per l'inadempimento dell'obbligo di dare attuazione al negozio convenuto dal mandatario con il terzo¹⁵⁵.

4. Analisi della clausola e limiti di ammissibilità nell'ordinamento.

a) Categorie di azioni e diritti speciali

Uno dei problemi certamente più interessanti in tema di clausole di *drag along* attiene ai limiti entro i quali la medesima può essere considerata valida.

In tale sede allora si dovrà procedere alla verifica della compatibilità della clausola con i principi del diritto comune, e in particolare con quelli del diritto societario¹⁵⁶.

¹⁵⁴ V. A. FINESSI, *sub art. 1706 c.c.*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian - A. Trabucchi, IX ed., Padova, 2009.

¹⁵⁵ Cass. 23 aprile 2001, n. 5981, in *Giur. It.*, 2002, p. 203, attribuendo al mandato a vendere un contenuto meramente obbligatorio, ritiene che tale configurazione del contratto impegni il mandatario alla successiva stipulazione del contratto traslativo per conto del mandante. In tema di beni immobili e mobili registrati, tuttavia, la S. C. ha ritenuto inammissibile il mandato ad alienare senza rappresentanza, per cui in caso di vendita – e in assenza di spendita del nome – il mandatario dovrebbe adoperarsi per procurare all'acquirente l'intestazione del bene. Cfr. Cass. n. 8393 del 2003 in *Vita Not.*, 2003, p. 1443.

¹⁵⁶ Posto che una clausola potrebbe superare il vaglio di compatibilità con i principi di diritto comune e non con quelli del diritto societario, non sarebbe ammissibile l'ipotesi inversa, quella cioè di compatibilità con i principi del diritto societario e non con quelli di diritto comune.

In quest'ultimo ambito, una delle caratteristiche peculiari che il rapporto di partecipazione assume, per il fatto di essere espresso in azioni, è l'uguaglianza dei diritti (l'altra caratteristica è invece rappresentata dall'autonomia delle azioni).

Tale principio si trova chiaramente espresso nell'art. 2348, comma 1, c.c., a norma del quale le azioni conferiscono uguali diritti; principio che appare indissolubilmente connesso all'altro che sancisce l'uguaglianza del valore delle azioni, espresso anch'esso nella cennata norma.

Sul concetto di "uguaglianza di diritti", tuttavia, è necessario intendersi. Si tratta, infatti, non di un'uguaglianza assoluta, bensì relativa e di carattere oggettivo, non soggettivo¹⁵⁷.

Si può facilmente intuire il significato di tale precisazione.

Infatti, lo stesso art. 2348 c.c. consente di creare categorie di azioni fornite di diritti diversi (comma 2), beninteso che all'interno della medesima categoria tutte le azioni conferiscono uguali diritti (comma 3) (uguaglianza relativa)¹⁵⁸.

L'uguaglianza è poi di carattere oggettivo in quanto i diritti che ogni azione attribuisce presentano le medesime caratteristiche; per verificare i diritti di cui complessivamente dispone ciascun azionista si deve tener conto del numero di azioni di cui si ha la titolarità.

¹⁵⁷Sul tema v. F. DI SABATO, *Diritto delle Società*, III ed., a cura di A. Blandini, Milano, 2011, p. 239.

¹⁵⁸ Con la riforma del diritto societario il legislatore ha consacrato in termini generali il principio di atipicità delle categorie speciali di azioni, sulla base del quale viene consentito all'autonomia statutaria di determinare - liberamente e al contempo nei limiti previsti dalla legge - il contenuto delle azioni delle varie categorie. Anche in questo caso, dunque, allo stesso modo di quanto avvenuto con riguardo alle clausole limitative della circolazione delle partecipazioni sociali, la menzione da parte del legislatore di una determinata categoria non assume il valore di *numerus clausus* e indicazione tassativa. In questi casi si è semplicemente ritenuto opportuno far riferimento espressamente ad ipotesi che, per utilità o problemi interpretativi che hanno suscitato, sono stati ritenuti meritevoli di una più attenta considerazione.

Sul punto v. N. ABRIANI, *Delle azioni e degli altri strumenti finanziari. Introduzione*, in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino (e altri), Bologna, 2004, p. 209; M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, 1, Torino, 2007, p. 607.

Quanto sinora affermato costituisce il necessario presupposto per chiarire il precipuo valore del principio di uguaglianza. Alla luce di esso, infatti, diritti diversi e speciali possono certamente essere previsti e riconosciuti, ma non all'azionista in quanto tale, bensì a categorie ben delineate di azioni. Il criterio della "categoria di azioni" prevale dunque sul criterio personalistico¹⁵⁹.

A questo punto, pertanto, occorre porsi una domanda: la previsione (statutaria) di una clausola di *drag along* contrasta con il carattere capitalistico delle società per azioni, per il fatto di attribuire alle azioni detenute dai soci di maggioranza, un diritto speciale, consistente, all'uopo, nel diritto di vendere (forzosamente) anche quelle di titolarità della minoranza?¹⁶⁰. Se così realmente fosse non vi sarebbero dubbi sulla inevitabile cassazione della clausola per conseguente nullità di un'ipotesi di tal fatta per contrarietà al tipo azionario.

Invero, sotto questo profilo, una clausola di *drag along* si ritiene perfettamente compatibile con il sistema appena delineato in virtù di una sua elaborazione in termini inequivocabilmente impersonali: non si tratta, cioè, di diritti spettanti al socio di maggioranza quale persona soggettivamente identificata, ma quale socio avente la facoltà di esercitare il diritto a condizioni obiettive, indipendentemente dalla persona che vi sta dietro.

In altri termini, allora, tale clausola non contrasta con i principi di diritto societario suesposti a condizione - tuttavia - che i soci non siano personalmente individuati¹⁶¹. La previsione statutaria del diritto di trascinarsi, allora, viene riconosciuta all'azionista non in quanto socio-

¹⁵⁹ Cfr. su tutti G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, Milano, 2008, p. 209.

¹⁶⁰ Se infatti di "diritto speciale" in senso stretto si trattasse, verrebbe per l'appunto disatteso il principio che vieta di attribuire alle azioni di uno o più soci determinati diritti e poteri non afferenti alle altre azioni, con l'ulteriore inammissibile considerazione di creare all'interno della medesima categoria, azioni portatrici di diritti non riconosciuti per tutti i titolari delle medesime.

¹⁶¹ In tal senso l'ordinanza del 31 marzo 2008, Tribunale di Milano.

azionista, ma in quanto egli, come chiunque altro, sia in grado di raggiungere il possesso di una determinata percentuale di capitale sociale, rappresentante la maggioranza, appunto. L'individuazione del soggetto che in concreto potrà esercitare il diritto avverrà, allora, tramite il riferimento all'entità della partecipazione posseduta, e non alle qualità personali del socio, e con riferimento a chi – in qualunque momento – (già) sia o divenga maggioranza¹⁶².

Pertanto, non si tratta di diritti personali di quota, cioè spettanti sulla base di indici soggettivi, bensì di diritti «convenzionali» di quota¹⁶³, che spettano a prescindere dalle caratteristiche soggettive del titolare che potrà

¹⁶²Non sembra, quindi, che la necessaria concentrazione nelle mani di un unico socio della percentuale di azioni necessaria per l'esercizio del diritto di trascinarsi possa determinare alcuna soggettivizzazione della partecipazione, in contrasto con il principio della necessaria impersonalità che contraddistingue il diritto azionario.

Del resto, la concreta elaborazione di una clausola di *drag along* potrebbe anche riferire il diritto di trascinarsi ad una determinata percentuale del capitale sociale, senza specificare se detta percentuale debba essere raggiunta da un singolo socio ovvero anche da più soci congiuntamente.

In ogni caso, se si considera che la funzione della clausola di *drag along*, nell'ambito di operazioni a cui partecipano investitori finanziari, è quella di agevolare e rendere maggiormente vantaggioso sul piano economico l'*exit* da parte del socio finanziatore, non si può escludere che il carattere necessariamente impersonale della clausola possa risolversi in un disincentivo al suo inserimento nello statuto delle società, per lo meno nei casi in cui i soci di matrice finanziaria siano titolari di una partecipazione di minoranza.

Se quanto detto vale per le s.p.a., ci si può domandare se tale divieto debba valere anche con riferimento alle s.r.l., dato che l'art. 2468, comma terzo, c.c., prevede l'attribuzione di diritti particolari ad un socio limitatamente alla distribuzione di utili ed ai diritti amministrativi. Infatti, la (nota) tendenza alla contrattualizzazione degli statuti di s.r.l. implica, nella pratica, una applicazione estensiva della nozione dei diritti particolari che possono essere attribuiti al socio di s.r.l.. Nell'ambito di tale tendenza, non può escludersi *a priori* che anche il diritto di trascinarsi, previsto da una clausola statutaria di *drag along*, possa costituire un diritto particolare.

Sulla possibilità di attribuire valore esemplificativo, e non tassativo, al dettato dell'art. 2468, comma 3°, c.c., v. G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 560, nt. 18, che richiama, altresì, Autori quali Notari, Maugeri e Stella Richter; nonché, in particolare, la Massima n. 39 del Consiglio Notarile di Milano, *op. cit.*, intitolata "Diritti particolari dei soci nella s.r.l. (art. 2468, comma 3, c.c.), secondo la quale: «I "particolari diritti" che l'atto costitutivo di s.r.l. può attribuire ai singoli soci, ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c., possono avere ad oggetto materie non strettamente riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili, cui espressamente si riferisce la norma, bensì ulteriori "diritti diversi", dovendo ritenere concessa all'autonomia negoziale, al pari di quanto dispone l'art. 2348 c.c. per la s.p.a., la facoltà di liberamente determinare il contenuto delle partecipazioni sociali, nei limiti imposti dalla legge».

¹⁶³Così Prof. Mazzoni, *Lodo arbitrale*, cit., p. 505.

esercitare il diritto attribuito per tale via, riconosciuti in virtù del soddisfacimento delle condizioni richieste dalla clausola.

In potenza, allora, tutte le azioni potrebbero attribuire un simile potere d'iniziativa, al raggiungimento di una soglia di capitale detenuta da parte di taluni azionisti, salvaguardando così il principio di uguaglianza (relativo e di carattere oggettivo) tipico della partecipazione azionaria di s.p.a. L'esercizio del diritto in questione, allora, sembra da ricondurre a quei «diritti di quota» che spettano a tutte le azioni allorché sia superato, da parte di coloro che intendono esercitare il diritto, un determinato quorum rispetto al capitale sociale, e «pertanto tutte le azioni sono in ogni momento astrattamente portatrici del diritto di concorrere, insieme ad altre, al raggiungimento di detto quorum e all'esercizio del relativo diritto»¹⁶⁴.

Grazie a questa clausola, allora, il diritto di trascinarsi viene attribuito una volta e per tutte in statuto - e non *una tantum uti singuli* - a tutti coloro che diverranno soci di maggioranza anche *durante societate*, e non solamente al momento d'introduzione¹⁶⁵.

b) *Potere di riscatto e drag along*

Alla luce della struttura, del meccanismo di funzionamento e della situazione giuridica attiva del titolare del diritto, occorre, adesso, chiedersi se alla clausola di *drag along* sia applicabile la disciplina dell'art. 2437 *sexies* c.c., sulle azioni riscattabili, in via diretta o per analogia.

Come vedremo tale tematica tornerà utile quale aggancio ad una delle questioni certamente più delicate, in tema di clausole di *drag along*, quella della determinazione del prezzo di cessione della partecipazione azionaria del socio di minoranza.

¹⁶⁴ Cfr. in tal senso M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit. p. 601.

¹⁶⁵ In tal senso cfr. Lodo Arbitrale, cit., p. 504.

Per enucleare più chiaramente i termini della questione sono utili taluni brevi riferimenti in materia di azioni riscattabili.

Anteriormente alla riforma societaria non esisteva norma che espressamente disciplinasse le azioni riscattabili. Soltanto nell'ambito delle possibili forme di acquisto di azioni proprie vi si faceva cenno, in correlazione all'annullamento delle azioni "riscattate" nell'ambito di una riduzione reale del capitale sociale, ai sensi del previgente art. 2445 c.c. (c.d. riscatto finalizzato alla riduzione).

Nella prassi, poi, si sono diffuse clausole di riscatto convenzionale (anche dette atipiche), diverse e ulteriori rispetto a quelle che governano la riduzione del capitale¹⁶⁶.

Con la riforma del 2003, e successive integrazioni, l'art. 2437 *sexies* c.c. ha positivizzato il riscatto azionario "non finalizzato" (alla riduzione di capitale), quale meccanismo di rimborso dell'investimento azionario¹⁶⁷.

Addentrando nella fattispecie, uno dei profili che accomuna la figura delle azioni riscattabili a quella oggetto della nostra analisi attiene proprio ai limiti dell'autonomia statutaria, nel modellare concretamente il loro meccanismo operativo.

Sotto un profilo strutturale, è vero che sono rintracciabili forti affinità tra la situazione giuridica soggettiva attiva, sussistente in capo ai soci (e alla società), nell'ipotesi del riscatto e del *drag*. Come noto, infatti, il potere di riscatto avente ad oggetto azioni è configurabile, seguendo la teoria generale delle situazioni giuridiche soggettive, in termini di diritto potestativo¹⁶⁸; per cui il soggetto che ne è titolare può conseguire il proprio interesse senza che il soggetto passivo del rapporto, in capo al quale è

¹⁶⁶Sul tema v. L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, p. 231.

¹⁶⁷ Secondo M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2005, I, p. 50, infatti, "le ipotesi oggi espressamente regolate rappresentano solo alcune delle numerose tipologie di riscatto azionario note alla vigilia della riforma".

¹⁶⁸ In dottrina *ex multis* v. C. M. BIANCA, *La proprietà*, in *Diritto civile*, 6, cit., 35.

configurabile una situazione di mero *pacti*, possa rendersi inadempiente ovvero debba o possa fare alcunché.

Allo stesso modo, nella fattispecie del *drag along*, i soci di maggioranza, una volta accettata l'offerta ricevuta dal terzo interessato all'acquisto, si trovano nella situazione giuridica soggettiva di esercitare un diritto potestativo: forzare la co-vendita delle azioni di minoranza, alle stesse condizioni pattuite per l'alienazione al terzo delle proprie.

Vero è, altresì, che dall'attivazione di una clausola di *drag along* derivano, quanto meno parzialmente, effetti analoghi a quelli di un riscatto azionario, consistenti in particolare in un tipo di acquisto che avviene in via unilaterale, ma ove del caso in via coattiva, posto che in entrambi i casi il trasferimento viene imposto al socio che subisce il riscatto ovvero il trascinamento¹⁶⁹.

Tuttavia, quanto esposto non appare sufficiente per una piena assimilazione tra riscatto e *drag along*.

Sul piano societario, infatti, le azioni riscattabili costituiscono azioni di categoria, che attribuiscono quindi "diritti diversi", riferendoci «a qualsivoglia posizione giuridica inerente la partecipazione azionaria»¹⁷⁰, comprendenti «ogni serie di azioni, omogenee per contenuto e perciò fungibili l'un l'altra, che presenti caratteristiche difformi da quelle di altra serie o gruppo»¹⁷¹.

Ulteriore punto differenziale si rintraccia, poi, nei presupposti operativi. Con riferimento al riscatto, una parte della dottrina¹⁷² - benché ciò

¹⁶⁹ Per una prospettiva più elastica, quanto al riscatto azionario v. C. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437 sexies c.c.*, in *Le Società*, 4, 2008, p. 418, secondo il quale dall'accostamento, sotto il profilo civilistico, del riscatto all'opzione, deriverebbe una mitigazione del concetto su espresso, con la presenza di un apporto volitivo indiretto del concedente l'opzione.

¹⁷⁰ M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 601.

¹⁷¹ Per tale definizione, valida anche post riforma societaria, v. M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo e Portale*, 2*, Torino, 1991, p. 45.

¹⁷² In tal senso v. D. GALLETTI, *Commento all'art. 2437 sexies c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, II, Padova, 2005, p. 1634; propendono per l'idea contraria al riscatto totalmente libero, invece, F. FERRARA – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, XIII,

non sia del tutto pacifico - ritiene che non sia necessario predefinire nello statuto in presenza di quali situazioni specifiche e oggettive sia possibile esercitare un tale potere; si propende, così, per l'ammissibilità di una clausola di riscatto, per così dire, pura, attivabile *ad nutum*.

La clausola di *drag along*, invece, non sembra poter creare simili problemi di disciplina. Il potere, unilaterale, di decidere la dismissione obbligatoria dell'altrui partecipazione azionaria non sembra, invero, in questi casi, essere rimessa alla discrezionalità e al mero arbitrio del socio di maggioranza; anche in presenza di una clausola che non stabilisca con puntualità le circostanze obiettive che determinano la fuoriuscita del socio di minoranza, ciò non è di per sé idoneo per invocare l'invalidità della clausola medesima.

Infatti, specialmente nei casi in cui una simile clausola trovi collocazione nello statuto, l'obbligo di co-vendita risulta ancorato, oltre alla comune volontà dei soci, alla sussistenza delle seguenti circostanze: i) in primo luogo, il ricevimento di un'offerta da parte di un terzo, avente ad oggetto l'intero capitale sociale, e, presupposto fondamentale, ii) l'offerta di un corrispettivo congruo (nei termini che verranno *infra* esposti)¹⁷³.

Ulteriore elemento differenziale è quello relativo ai soggetti legittimati all'esercizio dei rispettivi diritti, riscatto e *drag along*.

In quest'ultimo caso, l'acquisto della partecipazione avviene a favore di un soggetto estraneo, terzo alla società; nel caso del riscatto azionario, invece, il soggetto riscattante è il (o i) socio(i) quando non addirittura la società stessa¹⁷⁴. *A latere* di questa osservazione si pone l'ulteriore questione della possibilità di attribuire il diritto di riscatto a terzi, che

2006, p. 440, in quanto diversamente gli azionisti riscattabili sarebbero alla mercé del gruppo di comando.

¹⁷³In termini corrispondenti, quanto al *drag along*, v. L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie*, cit., p. 1043.

¹⁷⁴Secondo D. GALLETTI, *ult. op. cit.*, p.1636, è possibile, altresì, che il potere di riscatto sia previsto in capo agli stessi soci titolari di azioni riscattabili

meriterebbe un approfondimento a sé stante, ma che sembra essere esclusa dalla disciplina societaria¹⁷⁵.

c) (segue) Il c.d. *squeeze out*

Il potere di riscatto viene in rilievo ai nostri fini sotto molteplici punti di osservazione, non solo, come vedremo tra breve, quale possibile parametro interposto di legittimità della clausola di *drag along*, insieme ad altre particolari condizioni, ma anche come una delle principali ipotesi di estromissione di un socio dalla società.

Sotto questo profilo, allora, merita un cenno la disciplina del settore finanziario che presidia l'ipotesi del c.d. *squeeze out*, affine – quanto agli effetti – al riscatto.

L'art. 111 TUF, prevede che l'uscita forzosa del socio non è l'effetto della condotta (arbitraria) del socio maggioritario, bensì è un effetto legale tipico che si produce al verificarsi di un evento preciso, costituito dalla concentrazione nelle mani di un unico socio della quasi totalità del capitale sociale (95%) a seguito di offerta pubblica di acquisto¹⁷⁶.

¹⁷⁵ Sul piano invece dei principi generali del sistema, in virtù dell'autonomia privata, potremmo giungere ad ammettere una clausola con riscatto a favore di terzo, anche per persona da nominare. In tal senso C. Di BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili*, cit., p. 422.

¹⁷⁶ Più precisamente, l'art 111, d lg. n. 58/1998, e successive integrazioni, rubricato "diritto di acquisto" recita: «l'offerente che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata, ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto (...). Il corrispettivo e la forma che esso deve assumere sono determinati ai sensi dell'art. 108, commi 3, 4, 5.

In chiave illustrativa, l'espressione *squeeze out* può assumere il significato di "spingere fuori", a dare il senso dell'estromissione di soci dalla società contro la volontà dei detentori delle ultime azioni¹⁷⁷.

Con la migliore dottrina, riteniamo che la *ratio* di una tale disciplina sia ascrivibile nel contesto del funzionamento di un'OPA, quale strumento previsto dall'ordinamento per acquisire il controllo e la gestione delle aziende più appetibili sul mercato¹⁷⁸.

A fronte di tale previsione viene da chiedersi se essa possa costituire un viatico per immaginare una trasposizione di una clausola, costruita con le descritte fattezze, in ambito statutario. È ammissibile cioè una clausola statutaria con cui si prevede che il socio di maggioranza possa "espropriare"¹⁷⁹ le quote del socio di minoranza¹⁸⁰?

Secondo la citata dottrina, l'ipotesi dello *squeeze-out* legale, come quelle ulteriori di cui al recesso, riscatto, esclusione del socio, etc., sarebbe coperto da eventuali profili di illegittimità costituzionale, in quanto conforme ai principi di cui agli artt. 24 e 42 Cost., poiché perseguirebbe lo scopo di garantire taluni soci proprio da abusi che possono scaturire da un'indebita "espropriazione"¹⁸¹; viceversa, invece, nel caso di *squeeze-out* statutario - venendo, allora, a rispondere al quesito *supra* posto - si verificherebbe proprio quell'effetto espropriativo che si assume vietato dai principi costituzionali.

¹⁷⁷ Proprio come avviene in caso di riscatto azionario.

¹⁷⁸ V. SALAFIA, *Squeeze out statutario*, in *Le Società*, 12, 2007, p. 1450. Contestualizzato sotto l'ombrello interpretativo così come ricostruito, sembra che tale disciplina - anche alla luce della sua *ratio* - sia circondata dai necessari accorgimenti per esser conforme ai dettami costituzionali, e in particolare all'art. 42 Cost. Quest'ultima norma consente il sacrificio della proprietà privata solo nei casi previsti dalla legge e per motivi di interesse generale.

¹⁷⁹ Il concetto di espropriazione è da intendere utilizzato a meri fini descrittivi, ad indicare, cioè, una cessione coattiva della partecipazione.

¹⁸⁰ In tal senso, infatti, sono evidenti i punti di contatto con una clausola di *drag along*.

¹⁸¹ Questa per l'appunto l'opinione di V. SALAFIA, cit., p. 1452, secondo il quale peraltro la norma in tema di *squeeze out* legale avrebbe i connotati di norma eccezionale, come tale non estensibile analogicamente, proprio perché la sua specifica *ratio* sarebbe idonea a metterla al riparo da possibili profili di illegittimità costituzionale per contrarietà con l'art. 42 Cost..

Non sarebbe, dunque, possibile prevedere in statuto un simile potere di acquisto in favore di un socio¹⁸². Ciò in quanto il socio riluttante al trasferimento della propria quota verrebbe privato, ciononostante, della titolarità di esse, ricevendone in corrispettivo un prezzo (sebbene, in ogni caso, questo non possa essere inferiore al valore come previsto in caso di recesso).

Tuttavia, se la questione potesse realmente risolversi nei termini come sopra prospettati, vale a dire illegittimità costituzionale di una cessione forzosa, non vi sarebbe alcuna possibilità di sopravvivenza neanche per una clausola di *drag along*, posto che in entrambi i casi sussistono le medesime esigenze di tutela del socio di minoranza contro possibili abusi della maggioranza.

Invero, lasciando momentaneamente aperta la critica a tale orientamento dottrinario, è bene intendersi sin d'ora sul concetto di “espropriazione” che porrebbe sullo stesso piano effettuale i due istituti dello *squeeze out* statutario e del *drag along*.

Difatti, a ben vedere, non sembra possa parlarsi di espropriazione con riferimento ad ipotesi in cui una simile clausola venga inserita nello statuto o successivamente con una sua modifica pel tramite di una delibera adottata all'unanimità; specialmente nella prima ipotesi, in sede di costituzione, vi sarà l'accordo di tutti i soci¹⁸³.

Allora, il termine “espropriazione” deve essere inteso, a valle della cessione coattiva della partecipazione, sotto un profilo fattuale, posto che la

¹⁸² La medesima dottrina conclude attribuendo alla norma in esame natura chiaramente eccezionale, non suscettibile di estensione analogica (cfr. V. SALAFIA, *op. loc. ult. cit.*).

¹⁸³ Peraltro come fa notare acutamente N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento*, cit., p. 179, sarebbe tutto da dimostrare che una clausola di trascinamento «preluda senz'altro all'ingiustificata espropriazione o estromissione delle minoranze. O meglio, se può preludere all'estromissione, non è per nulla certo che lo faccia *ingiustificatamente*».

parte si sarà volontariamente obbligata, statutariamente o finanche con patto parasociale, al trasferimento a condizioni sì variabili, ma predeterminate¹⁸⁴.

Pertanto, e concludendo sul punto, non deve parlarsi di “espropriazione”- termine che richiama l’ablazione del diritto contro la volontà del titolare¹⁸⁵, non riscontrabile in quelle oggetto della nostra analisi¹⁸⁶ - bensì di cessione coattiva a fronte di una preventiva adesione alla clausole in discorso.

Resta sul campo, allora, la questione tanto delicata quanto annosa della determinazione del prezzo, posto che si deve valutare (analogamente a quanto avvenuto per la clausola di riscatto) l’applicabilità dei principi in materia di recesso(*ex art. 2437 c.c.*), se e in quanto compatibili.

¹⁸⁴ Salvo in ogni caso ritenere che una simile pattuizione, anche se trasfusa nello statuto, conservi efficacia parasociale, limitati ai soli soci originari e per tale via obbligatoria, come fa V. SALAFIA, cit. p. 1451.

¹⁸⁵ Negli stessi termini si pone L. ROSSANO, *La natura e la validità*, cit., p. 139, secondo il quale «non pare ragionevole richiamare le norme costituzionali in tema di espropriazione e le norme societarie in tema di uscita di un membro della società (...). La clausola è funzionalmente concepita per consentire al socio di minoranza di uscirsene al più presto dal contesto della società».

¹⁸⁶ Cfr. in tal senso C. F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita*, cit., p. 527, nt. 7. Questa dottrina sottolinea peraltro come rilevante ai fini delle discussione sia specificare il tipo sociale nel quale lo *squeeze out* fosse statutariamente previsto, «in quanto cambierebbe la tecnica, ed anche le conclusioni sull’ammissibilità statutaria, potendo la società per azioni prevedere categorie mentre in caso di s.r.l. sarebbe possibile solo una clausola che attribuisce tale potere al socio x». Sotto questo profilo le opinioni della dottrina, sembrerebbero convergere favorevolmente sulla possibilità di creare, agli scopi che si è cercato di enucleare nel corpo del testo, la categoria delle azioni riscattabili dai soci, determinate con riferimento alla frazione di capitale che nel complesso essi rappresentano, previa determinazione delle condizioni del riscatto.

d) *Riscatto, recesso e valore di liquidazione delle azioni*

Giungiamo così ad uno degli argomenti chiave: la valorizzazione dell'azione del socio trascinato.

Nella complessa disciplina del diritto societario si rintracciano peculiari situazioni nelle quali sono maggiormente avvertite istanze di tutela del socio uscente (o dei loro eredi).

Come visto, infatti, in presenza di recesso, così come in caso di morte o esclusione del socio¹⁸⁷, l'esigenza di tutela riguarda proprio la circostanza che venga liquidato il controvalore della partecipazione in modo non arbitrario, bensì secondo parametri obiettivi e come tali insindacabili.

Si è già analizzata la sostanziale disomogeneità tra riscatto e *drag along*, ma occorre adesso valutare in che termini possono tornare utili i principi previsti dall'ordinamento in tema di recesso, posto che riscatto e recesso sono fattispecie con elementi, non costanti, ma accomunati da un rinvio di disciplina a fini di tutela patrimoniale.

In altri termini, quel che è necessario valutare, in relazione a quanto precede, è se sia legittima una clausola di *drag along* che preveda semplicemente un rinvio al prezzo formatosi tra terzo e socio e se esistano nel nostro ordinamento criteri inderogabili o principi aventi valore cogente per la sua determinazione, che possano fungere da parametro interposto di riferimento.

Per cercare di rispondere esaurientemente ai quesiti che la tematica in esame pone, è necessario procedere per gradi.

Punto di partenza non può che essere una disamina del valore e della funzione del recesso nel contesto della vita societaria.

¹⁸⁷ Esempi tutti di eventi in cui, il socio per circostanze contingenti o in seguito ad iniziative di altri soci, si trovi "costretto" a lasciare la compagine sociale.

In una ricostruzione degli interessi in gioco, funzionale ai nostri scopi, recesso e *drag along* appaiono fenomeni giuridici molto lontani tra loro, ancor più di quanto la clausola di trascinamento lo sia dal riscatto azionario.

Come sostenuto in dottrina¹⁸⁸, infatti, il recesso ha una tipica valenza organizzativa, e ciò nella misura in cui costituisce un meccanismo di composizione di interessi contrapposti all'interno della società, soprattutto nella fase esecutiva del contratto sociale. Durante la vita della società, infatti, l'interesse del gruppo a modificare la struttura organizzativa prevale sull'eventuale interesse antagonista del singolo azionista. Per costui il diritto di recesso, allora, rappresenta un'indiretta forma di tutela.

Tutte le volte in cui, pertanto, la maggioranza sia propensa ad assumere certe determinazioni, il socio di minoranza viene garantito a fronte della discrezionalità della prima nell'assunzione della decisione medesima.

Appare evidente, pertanto, che il recesso (al pari del riscatto) sia del tutto disconnesso dall'eventuale mutamento della compagine sociale. Intendiamo sostenere, cioè, che esso sia del tutto estraneo a vicende inerenti la circolazione delle partecipazioni sociali, quanto piuttosto si presta a trovare applicazione tutte le volte in cui, in presenza di determinati presupposti di fatto e di diritto, sia necessario aprire al socio un varco per l'uscita dalla società, alla quale egli non si sente più di appartenere.

Di contro, come abbiamo invece tentato sinora di dimostrare il diritto di trascinamento si innesta proprio nella fase dinamica e fisiologica della circolazione della partecipazione sociale.

Al limite, l'accostamento tra i due istituti potrebbe attenersi all'esito della vicenda, consistente nella fuoriuscita dalla società¹⁸⁹.

¹⁸⁸ Sul tema v. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, 2, cit., p.495

¹⁸⁹ Appare evidente l'esistenza di un approccio paternalistico, a tutela di esigenze della minoranza, rispetto alla clausola di recesso che segnano il distacco dalla clausola di *drag along*.

Con l'avvertenza di tenere presente questo indubbio punto di contatto, per il resto le due figure hanno vite del tutto autonome.

Segnato in tal modo definitivamente il distacco tra recesso e trascinarsi - e prima ancora quello tra riscatto e trascinarsi - è giunto il momento di verificare se vi siano margini di applicazione alla clausola di *drag along* del principio per cui in caso di recesso e riscatto, il socio ha diritto a ricevere, a titolo di liquidazione, non meno di quanto gli spetterebbe in caso di recesso ai sensi e per gli effetti dell'art. 2437, comma 6, c.c.¹⁹⁰.

Se si attribuisse, peraltro, a quest'ultima valenza di norma imperativa, non la clausola ma, il negozio che opera il trasferimento ad un prezzo inferiore a quello del principio desumibile dal comma sesto, sarebbe colpito da nullità per violazione, appunto, di norma imperativa relativa alla determinazione del prezzo.

Più precisamente, l'art. 2437, comma 6, c.c. pone il divieto di non rendere più gravoso il recesso¹⁹¹. Disciplina, è vero, le condizioni alle quali il socio può esercitare il diritto di recesso nelle ipotesi inderogabilmente previste per legge, che non possono essere modificate in senso peggiorativo. Pur tuttavia, però, appare difficile dimostrare che venga in tal modo espresso un principio, o meglio, il principio generale per cui: se un socio assume l'impegno di uscire dalla compagine sociale per il tramite dell'attivazione di una clausola di co-vendita, egli non può, a pena di

¹⁹⁰ Sostiene tale tesi l'Arbitro Unico, prof. MAZZONI, Lodo Arbitrale, cit., p. 506, attribuendo alla norma natura di principio inderogabile, che integra l'atra, condivisibile, della non assimilazione tra riscatto/recesso/*drag along*.

¹⁹¹ Ai sensi del citato comma «è nullo ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi previste dal primo comma del presente articolo». Quanto ai criteri di determinazione del valore delle azioni, il comma 2 dell'art. 2437-ter c.c. prescrive di «tener conto della consistenza patrimoniale della società, e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni». Se quest'ultimi sono i criteri di riferimento legali, la stessa legge, al successivo comma 4, lascia un certo margine di manovra all'autonomia privata, prescrivendo che lo statuto possa prevedere criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, con riferimento a valori di bilancio da rettificare e ad ulteriori elementi patrimoniali da indicare ai fini della determinazione del diverso valore di liquidazione.

nullità¹⁹² del negozio, conseguire meno di quanto avrebbe conseguito in caso di esercizio del diritto di recesso¹⁹³.

Invero, è necessario ai nostri fini un cambio di prospettiva: occorre individuare, cioè, tra i reali interessi in gioco, valori che non sono - e non possono essere – solo quelli di tipo economico-patrimoniali.

Si deve riportare in primo piano, allora, il valore cardinale dell'autonomia privata.

Questo è il valore da tutelare. Ragionando diversamente si potrebbe finanche giungere a compromettere la legittimità di ogni cessione volontaria che non sia realizzata in ossequio ai valori di recesso, specialmente nelle ipotesi in cui ci si ponga al di sotto di quei valori patrimoniali.

Ma, ulteriormente, il recesso è disciplina del tutto diversa da quella del *drag* (o *tag*) *along*; vi sono ipotesi, quelle di cui al comma 1 dell'art. 2437, per le quali il recesso è previsto in via tipica e tassativa.

Con l'esercizio del diritto di recesso ci si trova dinanzi ad un punto di rottura del rapporto socio-partecipazione sociale. Al di là dell'ipotesi di acquisto delle azioni da parte della società medesima- operazione non conveniente poiché molto costosa per la società¹⁹⁴- una tale rottura si verifica anche qualora le partecipazioni vengano acquistate dagli stessi

¹⁹² Si sarebbe in presenza di un classico caso di nullità virtuale, posto che si tratterebbe di ipotesi di contrarietà a norma imperativa a prescindere da un'espressa comminatoria di nullità.

¹⁹³ Secondo la più accreditata dottrina sul punto si tratta di ipotesi che presentano genesi e fenomenologia del tutto diverse. In più, *ad abundantiam*, il contesto in cui sorge il diritto di recesso è fondato su presupposti differenti, come cercato di delineare *supra*. Cfr. su tutti C. F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita*, cit., p. 529, che sottolinea altresì come l'eventuale differenza tra valore del prezzo di liquidazione convenuto tra socio di maggioranza e terzo, rispetto al valore di recesso, piuttosto che motivo di invalidità, sarebbe manifestazione di «iniquità» introdotta nel rapporto contrattuale tra socio di minoranza e terzo, con evidenze violazione di obblighi di tipo fiduciario, seguendo la ricostruzione della clausola quale mandato a vendere conferito dal socio di minoranza a quello di maggioranza.

¹⁹⁴ Non per nulla collocato al penultimo gradino della scala dei criteri gerarchici da seguire per il rimborso delle azioni.

socio da terzi¹⁹⁵. In sostanza, allora, una riallocazione della partecipazione potrebbe mancare.

Con l'attivazione di un accordo di co-vendita si privilegia, invece, la dinamicità della partecipazione: essa è destinata a circolare.

Inoltre, sulla base di un ragionamento *a contrario*, 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 e inderogabile - alle sole ipotesi previste al comma 1 del medesimo articolo. Se fossimo in presenza di un principio generale, avremmo potuto estendere, in via analogica, il principio tutelato ad ulteriori ipotesi, avendo *eadem ratio*.

Ma così, appunto, non è¹⁹⁶.

I criteri previsti in tema di recesso, allora, possono venire in esame solo in termini negativi, ovvero al fine della loro esclusione.

Tutt'al più, il valore determinato ai sensi dell'art. 2437-ter, può valere solo quale parametro residuale di riferimento, necessario per effettuare una liquidazione del valore azionario in termini più prossimi a quelli equitativi¹⁹⁷.

Orbene, appurata l'insussistenza di principi inderogabili, costituiti in specie dal valore di recesso quale valore minimo da assicurare al socio che subisce la co-vendita, la nostra attenzione non può che spostarsi sulla

¹⁹⁵ Le azioni del socio recedente devono in primo luogo essere offerte in opzione agli altri soci (ed ai possessori di obbligazioni convertibili) in proporzione al numero delle azioni possedute. Per la parte non acquistata dai soci possono essere collocate sul mercato. In caso di mancato collocamento presso i soci o presso i terzi, le azioni vengono rimborsate mediante acquisto da parte della società, nel rispetto - tuttavia - del limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili. Solo in assenza di utili e riserve disponibili deve essere convocata l'assemblea straordinaria per deliberare la riduzione del capitale sociale, o lo scioglimento della società.

¹⁹⁶ La chiave per forzare il riferimento al valore di recesso quale minimo e indefettibile punto di riferimento potrebbe essere rintracciato nella previsione di cui al comma 4, dell'art. 2437-ter, che fa salva, come accennato, la possibilità di stabilire, per via statutaria, criteri alternativi e diversi.

¹⁹⁷ Conforme alla tesi esposta L. ROSSANO, *La natura e la validità*, cit., p. 141. Secondo C. F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita*, cit., p. 526, l'effetto di tipo "espropriativo" non è corretto in virtù dell'adozione necessaria di un valore legale - quale quello del recesso - come prezzo, ma dalla correzione del procedimento di formazione del prezzo offerto dal terzo, se manifestamente iniquo, ex art. 1349 c.c. (v. *infra* par. f).

conseguente individuazione della connessa, a quella da ultimo affrontata, tematica delle possibili condizioni di ammissibilità della clausola di *drag along*, a partire dalla c.d. equa valorizzazione.

e) *Il principio dell'«equa valorizzazione» e la congruità del prezzo di dismissione.*

Nell'ipotesi in cui un socio assuma l'impegno di uscire dalla compagine sociale, e ciò si verifichi per il tramite dell'attivazione di una clausola di co-vendita, alla domanda per cui sarebbe legittimo che egli ottenesse comunque non meno, a pena di nullità del negozio, di quanto avrebbe conseguito in caso di esercizio del diritto di recesso, abbiamo poc'anzi dato risposta negativa.

A sostegno di questa conclusione si è sostenuta l'inesistenza di un principio inderogabile per cui il valore inderogabile di riferimento sia quello del recesso.

In questa sede occorre allora domandarsi, ulteriormente, se sussistano nel sistema che stiamo delineando punti di riferimento che ci conducano a individuare confini entro cui l'autonomia privata è tenuta a muoversi per determinare in modo equo il valore della partecipazione.

Il problema attiene in particolare alla circostanza che solitamente nelle clausole di *drag along* 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 contrattazione tra terzo e socio di maggioranza, cui il socio minoritario obbligato alla co-vendita non è invitato a partecipare.

Un punto di partenza può essere colto dall'interpretazione fornita dalla Commissione Società Consiglio Notarile di Milano, che per primo ha fatto menzione del principio di equa valorizzazione.

Secondo la Massima n. 88¹⁹⁸ «si reputano legittime le clausole statutarie che prevedono, in caso di vendita di partecipazioni in s.p.a. o in s.r.l., il diritto e/o l'obbligo dei soci diversi dall'alienante di vendere contestualmente, a loro volta, le partecipazioni possedute; queste clausole, tuttavia, restano soggette alle disposizioni relative ai limiti alla circolazione delle partecipazioni, proprie dei rispettivi tipi sociali (s.p.a. o s.r.l.) e – ove prevedano l'obbligo di vendita – devono essere compatibili con il principio di una equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa»¹⁹⁹.

La prassi applicativa, ispirata dalla massima notarile, assume un valore centrale ai nostri fini poiché a suo fondamento vi è l'interpretazione secondo la quale sarebbe necessario garantire al socio di minoranza la percezione di un c.d. *floor*, ossia un minimo di valore, tale almeno da pareggiare il c.d. *fair market value* (FMV)²⁰⁰; il riferimento è, secondo tale impostazione, al valore di recesso.

Infatti, viene asserita l'esistenza nel sistema di un principio generale grazie al quale in ogni ipotesi in cui un socio si trovi costretto a dismettere la propria partecipazione in virtù (o meglio in forza) dell'altrui iniziativa, questi nella liquidazione del valore della partecipazione dovrebbe esser

¹⁹⁸ Emanata dal Consiglio milanese il 22 Novembre 2005, denominata "Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di co-vendita delle partecipazioni", in AA. VV., *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2007, p. 255.

¹⁹⁹ Anticipando brevemente quanto sarà approfondito nel prosieguo della trattazione, la Massima, tornerà utile quando tratteremo il tema della riconducibilità o meno delle clausole di *drag along* nell'alveo delle clausole limitative della circolazione delle partecipazioni sociali.

²⁰⁰ In tal senso A. STABILINI – M. TRAPANI, *Clausole di drag along*, cit., p. 953.

Questo valore potrebbe corrispondere, ad esempio, almeno al valore reale delle azioni, aumentato delle prospettive reddituali della società o del valore di mercato.

Altri metodi di valutazioni fanno riferimento all'attualizzazione dei flussi di cassa, alla comparazione con altre società in analoghi settori, al metodo del patrimonio netto, o anche all'attualizzazione dei dividendi. V. sul punto M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 309, cui fa riferimento N. DE LUCA, *op. cit.*, p. 176, nt. 6.

tutelato con l'utilizzo, a tal fine, di parametri obiettivi. Quale espressione più significativa si riporta proprio la norma in tema di azioni riscattabili (art. 2437-*sexies*) che fa salva l'applicazione, nei limiti di compatibilità, dei criteri di determinazione del valore delle azioni previste in tema di recesso (art. 2437-*ter*)²⁰¹.

Anticipando sin d'ora conclusioni che andremo di qui a poco ad approfondire, anche per quanto fin qui tratteggiato riteniamo di non poter concordare con l'ultima riflessione esposta, e per i motivi che vedremo.

Il principio sancito dall'orientamento notarile²⁰² è stato successivamente ripreso, per seguirne l'interpretazione, dal Tribunale di Milano nell'ordinanza citata, al fine di dichiarare l'invalidità della clausola di trascinamento sottoposta al suo esame; sulla base della formulazione statutaria, infatti, non si sarebbe garantito al socio su cui grava l'obbligo di co-vendita, di ottenere un corrispettivo minimo per la partecipazione dismessa, identificato dal Tribunale proprio nel valore di liquidazione della partecipazione che spetterebbe in caso di recesso *ex art. 2437-ter c.c.* Secondo l'organo giudicante, condizione primaria di validità dovrebbe essere, infatti, che la stessa «non determini in concreto un effetto espropriativo della differenza tra il valore effettivo della partecipazione e il valore convenzionalmente fissato per il trasferimento»²⁰³, circostanza che implicherebbe l'applicazione dei parametri già visti per il recesso²⁰⁴.

²⁰¹ In dottrina, sostiene che il dato sistematico dovrebbe attribuire carattere generale al criterio di valutazione previsto dall'art. 2437-*ter* A. PACIELLO, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Niccolini – A. Stagno D'Alcontres, *sub art. 2437-sexies*, p. 1148, Napoli, 2004.

²⁰² Commissione Società, Massima 88, cit.: «sembrano in tal senso deporre le norme in materia di azioni riscattabili (si veda l'art. 2437-*sexies* c.c., con riferimento alla s.p.a.) e quelle in materia di esclusione (si veda l'art. 2437-*bis* c.c., con riferimento alla s.r.l.). In entrambi i casi, infatti, si tratta - com'è per questo tipo di clausola di co-vendita - di situazioni idonee a determinare, forzatamente, la perdita della qualità di socio, ed appare significativo che il legislatore, nei due casi anzidetti, si preoccupi di affermare, mediante rinvio alle modalità di determinazione del valore spettante al recedente, il diritto alla esatta soddisfazione patrimoniale».

²⁰³ Tribunale di Milano, 31 Marzo 2008, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, 3, p. 119. Sulla base di queste considerazioni il Tribunale ha ritenuto che la specifica clausola statutaria di trascinamento fosse in contrasto «con il sistema del diritto societario che sempre si preoccupa – in armonia con i principi costituzionali di cui all'art. 24 e 42Cost. – a fronte di diritti potestativi del socio o della

L'argomento non convince.

Quanto osservato dal Tribunale non solleverebbe alcun rilievo critico se si seguisse la posizione di coloro che ritengono sussistente, in modo immanente nel sistema, un principio inderogabile desumibile dall'art. 2437-*ter* c.c.

Tuttavia, come si è cercato di dimostrare nelle pagine precedenti, se cade l'assimilazione tra riscatto/recesso e *drag along*, per coerenza logica e sistematica non potremo più far riferimento al principio di equa valorizzazione – inteso come valore di recesso - cui si ispira la dottrina notarile, e non solo²⁰⁵.

Occorre, dunque, dare nuovo e diverso respiro al principio dell'equa valorizzazione, passando dal riferimento al valore di recesso a quello del prezzo minimo, attraverso una rilettura che giunga, infine, al prezzo determinato sulla base di parametri di carattere oggettivo o ritenuto congrui di concerto tra le parti.

All'orientamento criticato è possibile, infatti, muovere talune obiezioni.

In primo luogo, a liberarci definitivamente dell'ombra ingombrante del recesso ci pensa lo stesso art. 2437-*ter* c.c., che al quarto comma prevede - come già posto in evidenza - che per via statutaria sia possibile derogare al criterio legale di determinazione del valore di liquidazione (indicando gli elementi dell'attivo e del passivo da rettificare e gli altri

società (esclusione, riscatto, *squeeze out*) stabiliti anche in considerazione di esigenze organizzative della società stessa, di individuare parametri rilevanti a seconda dei contesti per attribuire un valore non arbitrario all'azione».

²⁰⁴ Sembrano condividere l'impostazione del Tribunale di Milano P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di co-vendita*, cit., p. 172 e C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di drag along*, cit., p. 1383.

²⁰⁵ Conformemente a quanto esposto nel testo v. C. F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita*, cit., p. 532, secondo il quale «imporre al socio che vende di tener conto come principio inderogabile di quanto il socio che è obbligato a co-vendere ricaverebbe dal recesso vorrebbe dire costringere il socio che è titolare del diritto di co-vendita a trovare un compratore disposto a pagare un prezzo formato con riferimento ad altra occasione (il rimborso di parte delle azioni)».

elementi da tenere in considerazione)²⁰⁶, e se ciò è ammesso con riguardo alle clausole di riscatto (per rinvio alla norma in esame da parte dell'art. 2437 *sexies* c.c., per il quale vale ulteriormente la riserva di compatibilità di cui all'articolo), non si comprende perché ciò non possa valere anche per le clausole di trascinamento.

In secondo luogo, pur in assenza di criteri legali di determinazione del prezzo per valorizzare la dismissione delle partecipazioni del socio obbligato alla vendita forzata, si potrebbe pur sempre optare per la seguente soluzione: prevedere, cioè, nel corpo di una clausola un prezzo minimo, il c.d. *floor* – ma sganciato, stavolta, dal valore di recesso - in modo da ridurre la discrezionalità del terzo nella determinazione del corrispettivo, posto che potrebbe darsi solo una discrezionalità al rialzo.

Sulla base del valore primario dell'autonomia privata, allora le parti contrattuali sarebbero tanto libere di disporre dei propri diritti, quanto consapevoli delle proprie manifestazioni negoziali²⁰⁷.

Qualora, peraltro, i soci volessero, auspicabilmente, salvaguardare in modo definitivo la previsione oggetto della clausola, non resterebbe che disciplinare in concreto, cioè nello statuto, e con precisione, i criteri di valutazione ai quali ci si dovrà in futuro attenere per quantificare il valore delle quote da trascinare²⁰⁸.

²⁰⁶ In tal senso cfr. N. DE LUCA, *op. cit.*, p. 182. Lo stesso A., richiamando autorevole dottrina (L. STANGHELLINI, *sub* art. 2355 *bis*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2008, p. 583) - a riprova che tramite statuto si possa derogare al criterio di legge rappresentato dal valore legale di recesso con il consenso delle parti - opera una comparazione con l'ipotesi della clausola di mero gradimento. In questo caso, infatti, in caso di rifiuto del *placet*, una clausola statutaria potrebbe vincolare la società a liquidare le azioni al valore dell'offerta proveniente dal terzo non gradito, piuttosto che al valore legale di recesso.

²⁰⁷ È giunto il momento di liberarci, una volta per tutte, del riferimento al recesso. Infatti, se il *drag along* suscitasse necessità di tutela analoghe a quelle sottese al recesso, non potremmo che applicare i criteri di valorizzazione dell'art. 2437-*ter*. Ma perché non lasciare liberi i soci, nel momento in cui viene negoziato il testo dello statuto o raggiunto l'accordo su un patto parasociale, di decidere se optare per regole di valorizzazioni diverse? Si pongono la medesima domanda anche A. STABILINI – M. TRAPANI, *Clausole di drag along*, cit., p. 956.

²⁰⁸ In questo caso, ove il prezzo venga determinato convenzionalmente, si avrebbe uno schema affine – quanto alla determinazione del corrispettivo – a quello della prelazione impropria, ossia – come visto – del patto di preferenza facente riferimento non già alle condizioni

Lo statuto rappresenta uno degli strumenti più idonei ai nostri fini, specie per modificare convenzionalmente i criteri di legge, ove esistenti, con il consenso delle parti; ma una volta reso tale consenso, colui che lo ha prestato, non potrà più in futuro ritirarlo (*pacta servanda sunt*)²⁰⁹.

Ecco dunque, alla luce dell'esposta rivisitazione, che il principio dell'equa valorizzazione non ne esce per nulla dimidiato nel suo valore "salvifico", quanto piuttosto maggiormente assecondato per tale via interpretativa²¹⁰; non una valorizzazione equa in astratto, ma una congruità (essenziale) in concreto²¹¹.

convenute con il terzo («alla pari»), ma a condizioni determinate o rese determinabili *ex ante* in modo autonomo.

²⁰⁹ Nulla esclude che, liberi da pressioni normative alla luce dell'inesistenza di principi inderogabili a tutela del valore di liquidazione delle azioni, i soci convenzionalmente possano riferirsi, di comune accordo, nella stesura della clausola di trascinamento proprio al valore previsto in tema di recesso; ma non c'è, per ciò solo, contraddizione con quanto affermato nel testo, posto che in questo caso un tale valore rappresenta un parametro scelto in via negoziale. La clausola, allora, potrebbe essere del seguente tenore letterale: «In ogni caso il valore di cessione del pacchetto azionario detenuto dai soci di minoranza e soggetto al diritto di trascinamento non potrà essere inferiore al valore di liquidazione dello stesso, calcolato in base ai criteri legali previsti per l'esercizio del diritto di recesso nelle società per azioni, cui espressamente si rimanda».

²¹⁰ Riferisce L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie*, cit., p. 1047, che «nella prassi, però, i soci onerati dell'obbligo di co-vendita spesso ottengono che tale impegno assuma efficacia solo in corrispondenza di offerte d'acquisto tali da garantire loro un determinato rendimento dall'investimento.(...)Le partecipazioni degli altri soci non dovranno essere obbligatoriamente dismesse qualora il prezzo indicato nell'offerta del terzo non garantisca un determinato ritorno economico».

²¹¹ Sul concetto di «essenzialità in concreto» v. F. GAZZONI, *Manuale*, cit., p. 933.

f) Procedimento di determinazione del prezzo

Finora ci siamo occupati dell'ammontare minimo del prezzo di liquidazione. Adesso è giunto il momento di occuparci di una questione che si pone in termini collaterali a quelli sin qui delineati, attinente al procedimento di formazione di uno degli elementi del contratto, il prezzo²¹².

Un approfondimento è d'obbligo, in quanto nelle clausole oggetto del nostro studio il prezzo di acquisto del pacchetto azionario del socio di minoranza viene previsto in misura pari a quello contenuto nella proposta di acquisto formulata dal terzo e indirizzata al socio (non di minoranza) ma di maggioranza; il socio di minoranza viene così a subire una peculiare modalità di determinazione di un elemento essenziale del contratto, quale il prezzo, denominata in dottrina arbitraggio di parte²¹³.

L'anomalia si rinviene nella circostanza che il socio di minoranza verrebbe trascinato nella vendita all'oscuro della conoscenza in via

²¹² Il prezzo è «la misura in danaro del valore di un bene o di una prestazione». V. G. ALPA – R. MARTINI, *Oggetto e contenuto*, in *Il contratto in generale*, in *Trattato di diritto privato* diretto da M. Bessone, vol. XIII, t. III, Torino, 1999, p. 369 ss.. Esso è determinato, ove fissato nel suo globale ammontare o in ragione di elementi attualmente computabili. Di solito il prezzo è oggetto di negoziazione su base individuale. È, invece, determinabile quando può essere precisato con riferimento a: parametri oggettivi di rinvio o ad altri elementi extra testuali, parametri contenuti nello stesso regolamento contrattuale; valutazione del terzo; valutazione del giudice; valutazione dell'autorità pubblica.

²¹³ Ipotesi discussa sotto il profilo civilistico. La dottrina maggioritaria ritiene che esso non rientri nel campo di disciplina dell'art. 1349 c.c., poiché ivi – sulla base di un argomento esegetico - la determinazione sarebbe rimessa ad un soggetto terzo, e non parte contrattuale. Per una disamina sul tema, cfr. E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, in E. Gabrielli (a cura di), *I contratti in generale*, *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, I, 2006, p.861 ss.

Il nostro codice, è vero, non fa menzione alcuna dell'ipotesi dell'arbitraggio di parte, ma l'argomento testuale non sarebbe decisivo per chi ritiene che ad ogni modo nel nostro ordinamento sarebbero rintracciabili talune norme in cui il legislatore consente, volta per volta, la rimessione ad una parte dell'atto, della determinazione di un elemento del rapporto. V. in tal senso F. Criscuolo, *Arbitraggio e determinazione dell'oggetto del contratto*, Napoli, 1995, p. 340, che richiama l'art. 1560 c.c., dettato in materia di somministrazione, la quale ammette che le richieste relative alle singole forniture possono essere rimesse all'apprezzamento del somministrato, che è tenuto ad operare nei limiti del "normale fabbisogno", ovvero secondo quanto il contratto dispone in termini di minimi e di massimi.

L'esperienza tedesca conosce, invece, l'istituto della determinazione unilaterale di parte, *Bestimmung der Leistung durch eine Partei*, previsto al § 315 BGB. Per tale riferimento v. A. SCARPELLO, *Determinazione dell'oggetto, arbitraggio, jus variandi*, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 1999, p. 349.

preventiva del prezzo, che in tal modo verrebbe determinato *per relationem*²¹⁴, ossia sulla base dell'offerta proveniente dal "terzo" acquirente indirizzata al socio con diritto di co-vendita, quindi, di conseguenza, sulla base della intervenuta contrattazione tra soli "terzo" e socio di maggioranza²¹⁵.

Tuttavia, si badi, nella fattispecie, il "terzo" non è tecnicamente tale, nel senso di soggetto imparziale e indifferente agli interessi delle parti, ma è egli stesso parte: infatti, tale vi diverrà con la stipula del contratto di acquisto con il socio di maggioranza.

Il problema è dunque quello di verificare se sia ammissibile, nella fattispecie, una determinazione di carattere unilaterale o meno del prezzo, rimessa, in particolare, ad una delle parti del rapporto contrattuale²¹⁶.

Il nostro ordinamento consente, invero, che la determinazione della prestazione dedotta in contratto, oltre che *per relationem*²¹⁷, possa essere determinata (persino con mero arbitrio) da un terzo, al quale le parti – congiuntamente – abbiano deferito tale compito.

²¹⁴ La dottrina ritiene che in ipotesi di determinabilità per rinvio, l'ambito di applicazione vada ristretto e contenuto entro limiti che non consentono, attraverso l'impiego del meccanismo relazionale, la possibilità di rendere indeterminata la regola negoziale. Questa, infatti, dovrà risultare esattamente individuabile dall'insieme degli elementi contenuti nel negozio formale. Cfr. in questi termini E. GABRIELLI, *L'oggetto del contratto*, in *Commentario al codice civile* diretto da P. Schlesinger, Milano, 2001, *sub* art. 1346-1349 c.c., p. 113.

²¹⁵ Cfr. C.F. GIAMPAOLINO, *op. cit.*, p.153; L. ROSSANO, *op. cit.*, p. 143; DE LUCA, *op. cit.* p. 177.

²¹⁶ Non si pone, invece, un problema di nullità del contratto per indeterminatezza di uno dei suoi elementi essenziali, posto che il contenuto di un contratto potrebbe essere anche solo determinabile (v. art. 1346 c.c.). In giurisprudenza si ritiene che si abbia determinabilità quando l'oggetto è individuabile in base a criteri oggettivi o, comunque, qualora le parti abbiano previsto il procedimento mediante il quale pervenire alla determinazione (v. Cass. n. 9235/2000, in *Giur. It*, 2001, p.706). L'elemento del contratto è, altresì, determinabile ove le parti abbiano deciso d'accordo tra loro di determinarlo in un successivo momento.

²¹⁷ Si ha determinazione dell'oggetto del contratto *per relationem* qualora le parti abbiano operato un rinvio ad una fonte esterna, quale potrebbe essere anche un altro contratto intercorso tra le stesse o diverse parti. In questi termini, piuttosto che di contenuto contrattuale, appare più idoneo esprimersi in termini di «regolamento» contrattuale, a sottolineare come il contratto sia costituito non solo da ciò che le parti vogliono - cioè l'insieme delle pattuizioni private - ma, altresì, dalla concorrenza di tutte le fonti che contribuiscono a formare la regola vincolante in concreto. Cfr. in tal senso F. GAZZONI, *op. cit.*, p. 901.

Si tratta del c.d. “arbitraggio del terzo” ai sensi dell’art. 1349 c.c., la cui funzione è quella di eliminare un’incompletezza o indeterminatezza del contenuto del contratto, relativa ad un punto su cui non sia ancora intervenuto l’accordo delle parti²¹⁸. In tal modo le parti attribuiscono ad un soggetto diverso da loro, il c.d. “arbitratore”, il potere di determinare un elemento del contratto²¹⁹.

Tuttavia, nell’esecuzione di un’alienazione di partecipazioni sociali con attivazione di una clausola di *drag along*, il “terzo”(eventuale) acquirente non può certamente rivestire l’*habitus* dell’arbitratore, posto che egli stesso ha un interesse diretto nell’elaborazione del prezzo, ed è – o meglio sarà – al contempo parte contrattuale. Per tale motivo non può trovare applicazione il disposto dell’art. 1349 c.c. *tout court*.

Per tali motivi, non possiamo che volgere la nostra analisi alla ricerca di parametri di ammissibilità di un arbitraggio affidato alla parte”,²²⁰ con riguardo, in particolare, alla determinazione del prezzo²²¹.

Le maggiori perplessità sul punto, specie della giurisprudenza, hanno avuto riguardo al pericolo che una delle parti restasse ingiustificatamente soggetta all’arbitrio dell’altra.

²¹⁸ Si veda in dottrina C. M. BIANCA, *Il contratto*, 3, *Diritto civile*, cit. p.333.

²¹⁹ In dottrina si ritiene che sul piano oggettivo l’incarico possa riguardare qualunque elemento non definito direttamente dalle parti - inerente al rapporto – purché però sia già stato delineato con chiarezza il tipo contrattuale. Non è possibile però che questi giunga alla determinazione di tutti gli elementi del rapporto contrattuale. Cfr. F. GAZZONI, *op. cit.*, p. 903; C. M. BIANCA, *op. cit.*, p. 330.

²²⁰ Secondo G. F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita*, cit., p. 533, invece, nella fattispecie la determinabilità del prezzo è affidata - per rinvio - ad un (ulteriore) contratto tra terzo e socio maggioritario. Sussisterebbero allora due contratti: il primo tra socio di maggioranza e terzo, l’altro tra terzo e socio di minoranza, in cui l’oggetto di quest’ultimo verrebbe individuato *per relationem* al primo; non vi sarebbe, quindi, una determinazione unilaterale del prezzo da parte del terzo, posto che il contratto di vendita avente ad oggetto le partecipazioni sociali può ritenersi concluso solo subordinatamente all’accettazione (dell’offerta del terzo da parte) del socio di maggioranza.

²²¹ Dall’impostazione del codice, a norma dell’art. 1346 c.c., è possibile desumere *prima facie*, che non sia ammissibile una riserva di determinazione di uno degli elementi del contratto in favore delle stesse parti del rapporto giuridico, e che una tale opzione sia ammissibile solo con riguardo al suo deferimento ad un terzo, a norma dell’art. 1349 c.c.

La soluzione prospettata dai giudici, tuttavia, intesa correttamente, può essere orientata verso posizioni più permissive.

La S.C., infatti, ha sovente ritenuto nullo un contratto, per indeterminatezza dell'oggetto, in quanto la specificazione di taluni elementi del medesimo era affidata a valutazioni discrezionali di una delle parti²²².

Sulla base di questo dato di fondo, quindi, *a contrario* dovremmo ritenere ammissibile la determinazione unilaterale rimessa alla parte se, e fin tanto che, sia ancorata a criteri obiettivi e predefiniti, in modo da soddisfare, altresì, i requisiti di cui all'art. 1346 c.c.²²³.

²²²Cass. 19 marzo 2007, n. 6519, in *Foro it.*, 2007, 6, p. 1700. Una presa di posizione in tal senso si rinviene anche in Cass. 8 novembre 1997, n. 11003, in *Contratti*, 1998, p. 225, con commento di R. LENER, *Clausola modificativa delle provvigioni per i promotori*. La S.C., nel caso di specie, ha dichiarato nulla una clausola contrattuale che, nell'ambito di un rapporto di agenzia, attribuiva al preponente il potere di determinare in via unilaterale l'entità delle provvigioni riconosciute all'agente. Viceversa, sarebbe ammissibile uno *jus variandi* unilaterale, purché condizionato, i cui effetti, cioè, siano rappresentabili ai contraenti in fase di formazione del vincolo contrattuale. Ecco dunque, al fine di salvare sia la determinazione in via unilaterale che il requisito della determinabilità dell'oggetto del contratto, come sia necessario che le valutazioni dei contraenti non assumano il carattere di arbitrarietà.

La giurisprudenza sfavorevole alla determinazione ha, altresì, affermato che il requisito della determinatezza o determinabilità dell'oggetto esprime la fondamentale esigenza di concretezza dell'atto contrattuale, avendo le parti la necessità di conoscere l'impegno assunto o i criteri da osservare per la sua concreta determinazione, e che il requisito medesimo può risultare pregiudicato dalla possibilità che la misura della prestazione sia discrezionalmente determinata, sia pure in presenza di precise condizioni legittimanti, da una soltanto delle parti; non sarebbe, dunque, sufficiente per la determinabilità dell'oggetto, neanche il riferimento a un futuro accordo tra le parti. Cfr. Cass. n. 5513/2008, in *Mass. Giur. It.*, 2008.

Negli stessi termini si è pronunciato Trib. di Milano, 23 febbraio, in *Contratti*, 2005, 6, p. 853. Dal testo della motivazione è possibile desumere, secondo il giudicante che «il requisito della determinatezza, o quantomeno determinabilità, della prestazione dedotta in contratto è positivamente stabilito (art. 1346 c.c.) a pena di nullità (art. 1418 c.c.). Tale dato normativo è espressione del principio di effettività del consenso. In questo senso, la determinazione o determinabilità della prestazione che forma oggetto dell'obbligazione nascente dal contratto risponde all'esigenza di conoscenza o conoscibilità della misura dell'impegno assunto da parte del soggetto che la deve compiere al momento della stipulazione del contratto (che non può rimanere quindi vago e imprecisato) e del suo carattere giuridicamente vincolante». Pertanto, non potrebbe ritenersi sussistente un tale requisito nel caso in cui il criterio di determinazione scelto dai contraenti non consenta di individuare oggettivamente il nucleo essenziale della prestazione dedotta in contratto e si traduca sostanzialmente in un meccanismo di determinazione della stessa rimessa all'arbitrio di una delle parti.

Non mancano, tuttavia, i pronunciati in cui i giudici si sono mostrati favorevoli a sostituire la determinazione di parte sulla base dell'equo apprezzamento. Per l'applicazione di tale criterio propende Cass. 1 dicembre 2003, n. 18321, in *Foro it.*, 2004, I, p. 1464; nonché Trib. Roma, 10 aprile 1995, in *Rass. Dir. civ.*, 1996, 2, p. 460.

²²³ Le valutazioni in ordine al soddisfacimento dei suoi requisiti vanno di pari passo a quelle inerenti al disposto dell'art. 1349 c.c.

Invero, nella dottrina che si è occupata del tema del contratto in generale, la soluzione positiva appare oggi acquistare maggior credito, e destinata a prevalere, seppur con alcune cautele, facendo altresì riferimento - tra i possibili agganci normativi - anche alle prerogative concesse all'autonomia negoziale secondo il disposto dell'art. 1322 c.c.²²⁴.

Alla prestazione, la medesima dottrina riconosce una sufficiente determinatezza a condizione che vi siano indici a mezzo dei quali giungere a determinarla, attraverso un'attività degli stessi soggetti, di uno di essi²²⁵ ovvero di un terzo. La ricerca di tali parametri di salvezza della determinazione di parte risponde, da un lato, all'esigenza di fugare il mero arbitrio di parte; dall'altro, e al contempo, all'esigenza di tutelare la controparte da un'ingiustificata soggezione all'altrui decisione in ordine ad uno degli elementi del contratto.

Sotto il profilo della disciplina si può cogliere un'evidente similitudine rispetto alla figura dell'arbitraggio del terzo; difatti, uno dei criteri cui la giurisprudenza e la dottrina ritengono di poter agganciare la determinazione unilaterale è riscontrabile proprio nell' *arbitrium boni viri* della parte²²⁶. Come affermato, infatti, anche dalla S.C.²²⁷ il fondamento dell'alternativa tra nullità e validità dell'accordo - con cui i contraenti

²²⁴ *Ex multis* v. G. ALPA – R. MARTINI, *Oggetto e contenuto*, in *Il contratto in generale*, cit.; V. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato Iudica* – Zatti, Milano, 2001, p. 357 ss.; C. M. BIANCA, *op. cit.*, p. 338; E. GABRIELLI, *L'oggetto del contratto*, in *Commentario al codice civile*, p.87 ss.; A. FICI, *Il contratto "incompleto"*, Torino, 2005, p. 54. Per una ricostruzione del dibattito, v. l'interessante lavoro di A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, Napoli, 2005, p. 135 ss.; F. CRISCUOLO, *Arbitraggio*, cit., p. 340.

²²⁵ Su tutti V. ROPPO, *op. cit.*, secondo il quale la determinazione rimessa alla parte sarebbe inammissibile – e renderebbe nullo il contratto per indeterminatezza dell'oggetto – quando l'interesse di controparte a non subire sorprese lesive non fosse adeguatamente presidiato da limiti posti alla discrezionalità di colui che è chiamato a scegliere.

²²⁶ Fondamentale punto di riferimento *a contrario*, in tal senso, è costituito dalla già citata sentenza della Cassazione, n. 11003/1997. Il percorso logico della S.C. si può riassumere nei seguenti termini: l'oggetto la cui determinazione sia rimessa all'equo apprezzamento della parte è da ritenere determinabile; l'oggetto, invece, la cui determinazione sia rimessa al mero arbitrio della parte è indeterminabile, per assenza di neutralità della parte che differenzia la fattispecie da quella prevista per il mero arbitrio del terzo.

²²⁷ V. nt. precedente.

dispongono la *relatio* alla determinazione della parte - riposa nella distinzione tra *arbitrium merum* e *arbitrium boni viri*²²⁸.

Concorde in tal senso anche la dottrina²²⁹, la quale rintraccia nel sistema indici positivi ai fini dell'ammissibilità dell'arbitraggio di parte, e tra questi vi sarebbe anche il principio desumibile, in tema di obbligazioni alternative, dal dispositivo dell'art.1285 c.c.²³⁰.

Orbene, seguaci di coloro che propendono per la tesi dell'ammissibilità di un'ipotesi di tal fatta - per la fondamentale necessità di tutelare l'economicità, la rapidità e la flessibilità delle contrattazioni, oltre naturalmente per l'esistenza di indici normativi favorevoli (su tutti gli articoli 1285 e 1560, comma 2, c.c.) - si deve, allora, porre nuovamente al centro della riflessione, sul punto in esame, uno dei temi cardinali della nostra analisi: anche il fenomeno della determinazione del prezzo unilaterale della parte, infatti, costituisce una forma di esplicazione del potere di autonomia negoziale riconosciuto dall'ordinamento ai privati.

Occorre focalizzare, infatti, un dato: al momento dell'attivazione della clausola, tanto il socio di maggioranza, quanto quello di minoranza, assumono la veste contrattuale di parti venditrici, che, come tali, si contrappongono al terzo acquirente.

²²⁸ Il motivo di esclusione dell'*arbitrium merum* della parte è stato ricondotto ad una molteplicità di *rationes*: dall'assenza di serietà della volontà che si rimette all'arbitrio illimitato del contraente; all'inesistenza di una valida causa contrattuale, evidenziando profili ulteriori rispetto alla comune esigenza di tutela della parte.

²²⁹ Posto che l'art. 1349 c.c., sebbene si riferisca al (solo) terzo, non ostacola l'ammissibilità del arbitraggio di parte, non si vede alcuna difficoltà ad ammettere che la determinazione sia rimessa ad una delle parti, quando questa deve esplicitarsi secondo certi criteri ed entro limiti prefissati, quando non anche realizzarsi in base al suo equo apprezzamento. Cfr. in tal senso A. BARENGHI, *op. cit.*, p. 144, che richiama R. Scognamiglio, *Dei contratti in generale*, p. 362. Cfr. anche F. CRISCUOLO, *op. cit.*, p. 345. Tuttavia, è stato posto in luce come in verità equità nell'apprezzamento e parametri di scelta giacerebbero su piani diversi. L'art. 1349 c.c. prevede – in caso di mancanza della determinazione equa – un intervento sostitutivo del giudice; questo particolare sarebbe un indice della difficoltà di assimilare la determinazione del terzo all'arbitraggio di parte, posto che il primo segue la logica della doverosità integrativa, il secondo della potestà esecutiva. Da qui l'anomalia nell'associare uno strumento di carattere deliberativo e imparziale come l'arbitraggio a qualcosa che, invece, è espressione di esigenze del tutto settoriali e soggettive. Cfr. A. SCARPELLO, *op. cit.*, p. 349.

²³⁰ In tal senso C. M. BIANCA, *op. cit.*, p. 335.

Proprio per tale motivo, come evidenziato *supra*, il meccanismo di formazione del prezzo è imperniato sull'offerta proveniente dal terzo.

Ora, fatto salvo questo dato di riferimento, pur essendo d'accordo con la dottrina²³¹ che ritiene instaurarsi una contrattazione tra terzo e socio di maggioranza (posto che è quest'ultimo il destinatario dell'offerta), ciononostante il prezzo dell'offerta è il frutto di una determinazione unilaterale di parte (futura parte, *invero*), cioè del terzo²³². Siamo in presenza, allora - ed è questa la tesi che si è cercato di fondare - di un arbitraggio di parte.

Al fine, pertanto, di far salva tale determinazione, e per tale via il contratto ai sensi del combinato disposto degli articoli 1346 e 1418 c.c., è necessario agganciare una simile elaborazione del prezzo a dati oggettivi, che qualunque essi siano, devono ad ogni modo essere esternati. Sicché, al fine di rintracciare parametri predefiniti, sarà opportuno far rinvio a condizioni contrattuali, il cui inserimento, per natura, tipologia o usi, sia ritenuto plausibile, normale, prevedibile, equo, coerente con la prassi di mercato, il tutto al fondamentale fine di escludere l'arbitrarietà del terzo (che diverrà parte).

²³¹C. F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita*, cit., p. 534.

²³² A favore della compatibilità della modifica o determinazione unilaterale con il principio del consenso bilaterale, può deporre il modo in cui si è evoluta l'idea di accordo nella nostra tradizione giuridica. L'abbandono della vecchia formula dell'accordo come fusione tra due volontà reali e l'affermarsi di una dimensione sociale del negozio si è riflessa anche nella valutazione del contenuto minimo necessario del contratto. Sulla base del principio di conservazione e di esigenza di speditezza degli affari, si è affermato l'ulteriore principio secondo cui un contratto può ritenersi concluso anche se l'intesa su tutti i punti non è ancora stata raggiunta, e in particolare se l'oggetto (quindi anche il prezzo) non è ancora determinato ma solo determinabile. Ciò renderebbe accettabili anche forme di conformazione del rapporto non pienamente bilaterali, nel rispetto del principio di autonomia privata. Cfr. in tal senso A. SCARPELLO, cit., p. 348.

Anche perché le reazioni dell'ordinamento al problema dell'indeterminatezza di uno degli oggetti del contratto dovrebbe tener conto delle cause possibili di incompletezza. A fronte di iniziali costi elevati di contrattazione, potrebbero essere utili integrazioni *ex post*, come regole che facilitino la negoziazione. Da questo punto di osservazione, allora, imporre livelli di specificità troppo elevati alle clausole, significa creare distorsioni nelle decisioni dei contraenti. In tal senso v. G. BELLANTUONO, *op. cit.*, p.1704.

Concludendo, se l'arbitraggio di parte trova cittadinanza nel nostro ordinamento in presenza di elementi obiettivi cui ancorare la determinazione di un oggetto del contratto, quale il prezzo, nessun problema, *a fortiori*, vi sarebbe ammettendo un prezzo minimo per la dismissione della partecipazione agganciato al dato normativo del recesso.

Il che è quel che si è cercato di dimostrare nelle pagine precedenti.

5. Pesi e contrappesi ai fini della validità.

Gli accordi di co-vendita costituiscono sempre più un importante strumento che si va diffondendo nella prassi commerciale, utile al fine della regolamentazione dei rapporti tra soci di maggioranza e di minoranza; pertanto appare necessario sgombrare il campo da ogni possibile rilievo critico che possa ostare al loro ingresso e utilizzo.

Il tema qui affrontato è emblematico della superiore premessa, presentando numerosi risvolti civilistici/societari della medaglia.

Le clausole in esame, infatti, non possono trovare spazi applicativi nel nostro ordinamento se non riescono a superare un duplice esame di compatibilità: con i principi inderogabili del diritto societario, e con gli altri – che si pongono ad un livello più generale ancora – del diritto comune.

Ma, anche da quest'ultimo punto di osservazione, vi sono evidenti punti di contatto con il diritto societario.

Nella sua concreta operatività, la clausola prevede a fronte del diritto di trascinare un obbligo degli altri soci di vendere l'intera partecipazione.

Sotto questo profilo appaiono più che plausibili taluni dubbi di legittimità in relazione all'evidente (e radicale) limitazione all'autonomia negoziale, e soprattutto al diritto di proprietà. Se l'(auto)compressione dell'autonomia privata può essere giustificata dalla libertà dei soci di

vincolarsi l'un l'altro con simili clausole (finanche con decisione unanime, in sede di costituzione della società o con delibera di modifica dello statuto), articolata è la questione inerente ai limiti cui verrebbe sottoposto il diritto di proprietà, che nel nostro quadro costituzionale è circondato da una serie di tutele e solo a certe condizioni può essere sacrificato.

Occorre cioè evitare che l'introduzione di una clausola di tal fatta si traduca nel riconoscimento di un sostanziale potere espropriativo/discrezionale ammesso in favore del socio di maggioranza, al di fuori dei casi previsti dalla legge.

Allora, ai fini dell'ammissibilità della clausola di co-vendita, si devono e possono rintracciare nel sistema quegli opportuni adattamenti e correttivi che consentano il non verificarsi del rischio di attribuire al socio di maggioranza il potere di escludere *ad nutum* il socio di minoranza, valutando se nel caso di specie si possa incorrere in una (inammissibile e) preventiva abdicazione al diritto di godere e disporre delle cose, che rappresenta il contenuto tipico del diritto di proprietà.

È alla ricerca di possibili pesi e contrappesi che deve dunque, adesso, spingersi la nostra analisi, valutando – in particolare – un possibile ruolo “salvifico” affidato al diritto di prelazione.

Le clausole di trascinamento, infatti, molto spesso si trovano ad interagire con patti di prelazione, previsti in favore del socio di minoranza.

Orbene, tale previsione può costituire, per i soci di minoranza, idoneo bilanciamento del diritto di trascinamento previsto, invece, in favore del socio di maggioranza? Può, cioè, prevenire o almeno attenuare il rischio che il socio di minoranza subisca un’“espropriazione” (fattuale) in virtù della cessione forzosa della partecipazione?

Il meccanismo di funzionamento derivante dalla combinazione del diritto di trascinamento e del diritto di prelazione sarebbe del seguente tenore: a fronte di un’offerta vantaggiosa, ricevuta dal terzo acquirente, il socio di maggioranza sarà tenuto ad effettuare una valida *denuntiatio*,

comunicando al socio di minoranza le condizioni dell'offerta; nel relativo *spatium deliberandi* quest'ultimo dovrà decidere se farsi trascinare, tramite la concreta operatività della clausola di *drag along* ovvero se sottrarsi alla medesima esercitando il proprio diritto di prelazione, offrendosi egli stesso di acquistare le azioni di maggioranza al prezzo stabilito dal terzo.

Il dilemma in esame non può essere risolto in termini assoluti, ossia una volta e per tutte. Non si potrebbe cioè prescindere dalle specifiche modalità di contrattazione, sul presupposto, peraltro, che non vi siano stati margini di collusione tra il socio di maggioranza e il terzo acquirente²³³; tenendo conto, inoltre, del fatto che una clausola di prelazione potrebbe persino mancare.

Ma nella delicata ricerca dell'“equa valorizzazione”, cui abbiamo fatto riferimento *supra*, non appare del tutto aliena l'equazione diritto di prelazione = equa valorizzazione.

L'argomento a sostegno della tesi contraria a quella adesso accennata fa leva sulla circostanza che tale meccanismo non sarebbe comunque idoneo ad assicurare al socio di minoranza un prezzo di dismissione che sia sostanzialmente giusto, cioè congruo, considerando che, come visto, egli non partecipa all'originario accordo tra socio di maggioranza e terzo. Ma se questo è vero nella fattispecie esaminata dal giudice milanese, non può assurgere di certo a regola generale e assoluta.

La congruità del prezzo, e dunque la tutela del socio di minoranza, può essere perseguita con le modalità che sono state analizzate nel corso della trattazione che sin qui precede, specialmente ancorando il valore di

²³³ Paventa tale evenienza il Tribunale di Milano, ordinanza 31 marzo 2008, per cui una clausola con tale combinazione potrebbe prestarsi a manovre fraudolente della maggioranza nei confronti della minoranza. La prima potrebbe, con l'ausilio di un terzo con cui sia in accordi, approfittare di debolezze finanziarie della seconda per imporre un prezzo ingiusto.

Evento che sarebbe riscontrabile in presenza di società controllata, società partecipata controllata da altri che abbiano altre partecipazioni in comune con il socio. In questi casi si sarebbe in presenza di un vero e proprio abuso della maggioranza, in quanto la clausola verrebbe ad essere elusa, con violazione dell'obbligo di esecuzione del contratto in buona fede *ex art. 1375 c.c.* Cfr. in tal senso A. STABILINI – M. TRAPANI, *Clausole di drag along*, cit., pag. 979.

liquidazione della partecipazione di minoranza a criteri di carattere oggettivo, prestabiliti in statuto; il tutto sarebbe in ogni caso frutto di un accordo raggiunto col socio di maggioranza, per cui senza una sua accettazione l'alienazione non "s'ha da fare", e presupponendo, lo ripetiamo, pur sempre chela clausola si trovi ad operare in una fase non patologica dei rapporti tra maggioranza e minoranza (altrimenti le paure sottolineate dalla giurisprudenza di merito avrebbero la loro ragion d'essere²³⁴).

Nella specifica predisposizione della clausola statutaria di *drag along*, prezioso accorgimento potrebbe, quindi, essere una formulazione della medesima in connessione con la previsione del diritto di prelazione per tutti i casi in cui scatti l'attivazione della prima. Non riteniamo che l'obiezione di carattere testuale, fondata, cioè, sulla previsione "atomistica", in un articolo a sé stante, del patto di prelazione sia del tutto pertinente, e tale da mettere in crisi la visione testé prospettata²³⁵.

In presenza di una clausola di prelazione, invero, il problema potrebbe, ciononostante, permanere quando non anche addirittura aggravarsi²³⁶. Il socio di minoranza potrebbe, infatti, non esser tutelato a modo perché non in grado - finanziariamente - di far fronte all'acquisto del pacchetto di maggioranza. Solo nel caso in cui il terzo facesse un'offerta bassa, e il socio di maggioranza fosse disposto ad accettarla, il socio obbligato a vendere potrebbe per tale via riceverne un vantaggio, esercitando la prelazione²³⁷.

²³⁴ Segue l'interpretazione del Tribunale di Milano, L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie*, cit., p. 1045; P. DIVIZIA, *Clausole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*, in *Notariato*, 4, 2011, p. 402.

²³⁵ Le nostre osservazioni hanno ancora di mira il pronunciamento del Tribunale di Milano che per sostenere l'inadeguatezza del diritto di prelazione a fungere da contraltare della co-vendita, afferma che il diritto di prelazione - per la sua previsione in un articolo solitario dello statuto - scatterebbe anche a prescindere dalla clausola di *drag along*.

²³⁶ Secondo l'Arbitro unico, in Lodo Arbitrale, cit., p. 503, il diritto di prelazione potrebbe, infatti, rivelarsi una "tagliola".

²³⁷ In tal senso cfr. L. ROSSANO, *La natura e la validità*, cit., p. 141.

Tuttavia se un'“equa valorizzazione” deve in ogni caso essere garantita, seppur nei termini di una rilettura come sopra proposta, e vi deve pur essere, si ritiene di poter sostenere che il diritto di prelazione può costituire, ogni qual volta sia presente nello statuto e sia previsto in correlazione con la clausola di trascinamento, un idoneo contrappeso al meccanismo di co-vendita²³⁸: il bilanciamento è da rinvenire proprio nell'attribuzione della prelazione al medesimo prezzo²³⁹.

D'altronde la validità della clausola non sarebbe messa in discussione da eventuali accordi fraudolenti tra socio di maggioranza e terzo, specie nelle ipotesi in cui il socio di minoranza versi in condizioni economiche non felici. Piuttosto, infatti, sarebbe viziata la sola manifestazione negoziale, di talché l'esercizio del diritto, in modo sleale, potrebbe dar corso al conseguente risarcimento del danno che ne deriverebbe.

²³⁸ In senso conforme all'orientamento suesposto N. DE LUCA, *La natura e la validità*, cit., p. 187, così come Ordinanza Trib. Milano 7 gennaio 2008 (inedita, cit. da C. F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita*, cit, p. 523, nt. 1), che ha respinto l'eccezione di invalidità di una clausola di *drag along* proprio in quanto ricollegata ad una clausola di prelazione, che sarebbe idonea a prevenire il rischio di un'espropriazione del socio.

²³⁹ Nel caso di specie affrontato, il Tribunale di Milano, con Ordinanza del 31 Marzo 2008, ha escluso che la prelazione possa assumere un ruolo redimente, poiché oltre al caso in cui il socio di minoranza non possa, la prelazione non risolverebbe il problema tutte le volte in cui il socio stesso non voglia esercitarla. Per contro, tutte le volte in cui la società abbia bisogno di liquidità della società non si capirebbe, invero, perché il socio di minoranza - che non vuole far fronte all'investimento - dovrebbe ricevere tutela attraverso la sanzione dell'invalidità di una clausola di tal specie. V. così anche A. STABILINI – M. TRAPANI, cit., p. 977.

Sezione II

CLAUSOLA DI «TAG ALONG»

1. Patto di accodamento e diritto di co-vendita: inquadramento sistematico

Nell'ambito di quelli che, genericamente, abbiamo definito accordi di co-vendita rientrano anche le clausole di *tag along*.

Il motivo di interesse sotteso a questa ulteriore *species* di clausola risiede nella circostanza che essa rappresenta, di solito, l'elemento speculare di una clausola di *drag along*, tanto che il più delle volte le due sottospecie si trovano a coesistere all'interno del medesimo statuto o di un patto parasociale. Potremmo definire, infatti, la clausola di *tag along* una sorta di "sorella minore" della *drag along*.

Come già accennato, infatti, nella pratica dei contratti di acquisizione di partecipazioni sociali si registra la contestuale redazione, nel regolamento d'interessi, di clausole che dispongono sia un diritto che un obbligo di co-vendita.

Le clausole di cui ci siamo sinora occupati, denominate anche "di trascinamento", attribuiscono al socio, solitamente di maggioranza, il diritto di negoziare la vendita della propria partecipazione, e anche quella di altri soci, "trascinando" nell'alienazione - avente ad oggetto le partecipazioni - anche i soci di minoranza con le rispettive quote di partecipazione al capitale; a fronte di un diritto previsto in favore dei soci di maggioranza, dunque, quelli di minoranza si trovano obbligati a cedere le proprie partecipazioni al terzo con il quale il socio venditore abbia raggiunto l'accordo, alle medesime condizioni contrattuali.

Con la clausola di *tag along*, letteralmente "accodamento", si riconosce specularmente a taluni soci, solitamente di minoranza, il diritto di

cedere la propria partecipazione, o più precisamente il diritto - per così dire - ad esser trascinati (o più propriamente, di accodarsi), cioè il diritto di ottenere la cessione anche della propria partecipazione sociale al terzo che abbia già negoziato con gli altri soci l'acquisto delle altre partecipazioni²⁴⁰.

In questo modo, si attribuisce a quei soci il diritto a profittare delle condizioni contrattuali che è riuscito a spuntare il socio di maggioranza, in occasione della vendita della propria partecipazione rilevante.

Occorre, a questo punto, precisare in concreto le situazioni giuridiche in gioco in una clausola di accodamento, soprattutto alla luce della scarna analisi della dottrina sul tema.

Infatti, in virtù del diritto di co-vendere, attribuito stavolta al socio di minoranza, il socio di maggioranza potrà positivamente concludere l'affare con il terzo potenziale acquirente soltanto riuscendo a strappare, per così dire, a quest'ultimo, l'impegno all'acquisto anche delle residue quote, di cui sono titolari propri i soci di minoranza.

Tradotto in termini operativi, dunque, questi avranno l'opportunità di profittare dell'altrui iniziativa contrattuale, traendo peraltro beneficio dalla migliore posizione di potere negoziale di cui gode la maggioranza nella contrattazione delle condizioni complessive di vendita.

Ecco che si assiste rispetto a quanto visto sinora con le *drag along* ad un curioso scambio di posizioni in termini di riconoscimento di situazioni giuridiche soggettive: mentre qui, infatti, i soci di minoranza risultano essere titolari di un diritto soggettivo (all'alienazione), i soci di maggioranza, che intendano vendere al terzo la propria partecipazione, hanno su di loro un obbligo di co-vendita, consistente precisamente nel procurare in favore dei primi un'offerta di acquisto delle quote residue di capitale da essi detenute²⁴¹.

²⁴⁰Per un cenno sul punto, cfr. L. FABBRINI, *Validità delle clausole*, cit., p. 1034.

²⁴¹Cfr. P. DIVIZIA, *Clausola statutaria di co-vendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2, 2009, p. 158.

Alla luce del riconosciuto diritto²⁴², conseguentemente, il socio di minoranza resta pur sempre libero di vendere o meno la propria partecipazione; essendo destinatario di un'offerta irrevocabile di acquisto proveniente dal terzo estraneo, potrebbe rifiutare la proposta e rimanere così socio della società. L'obbligo, per contro, grava sia sul socio di maggioranza, sia sul terzo acquirente, seppur indirettamente su quest'ultimo, in quanto potrebbe pur sempre decidere (perché magari non in grado di sostenere l'ulteriore sforzo economico) di non acquistare neppure l'originaria quota di maggioranza; ma se intenzionato a farlo non sarà libero di non acquistare la connessa quota di minoranza²⁴³, sempre che - ovviamente - si sia fatto carico di una proposta irrevocabile.

L'analisi delle clausole di *tag along* non può che avere quale ideale punto di riferimento quanto già osservato per le sorelle maggiori, le clausole di *drag along*.

Se quest'ultime hanno costituito terreno privilegiato di indagine soltanto di recente, per le clausole di *tag along* il dibattito dottrinale è ancora meno diffuso, e le pronunce giurisprudenziali sostanzialmente inesistenti.

Con molta probabilità, la ragione della superiore premessa è da rintracciare non solo, o non tanto, in un'analisi condotta in controluce rispetto alle clausole di *drag along*, ma anche nell'ulteriore circostanza che esse non presentano le medesime esigenze di tutela dei soci che abbiamo visto, invece, presenti nelle clausole di *drag along*.

²⁴² Si tratta di un diritto di vendere «per non esser lasciato solo in compagnia del nuovo acquirente» Per tale motivo le clausole di *drag along* sono praticamente sempre unite a quelle di *tag along*. Così C. F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita*, cit., p. 525.

²⁴³ Quanto al loro ambito di applicazione si ritiene che la loro diffusione si abbia prevalentemente 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 co-vendita: Tag-Along, Piggy Back, Drag-Along e Bring Along*, consultabile sul sito www.newsmercati.it.

Cionondimeno, nel prosieguo del lavoro, si cercheranno di porre in evidenza taluni punti differenziali rispetto alla *drag*, ma anche similitudini.

2. Profili di meritevolezza e spunti ricostruttivi della fattispecie

La clausola di *tag along*, non diversamente dalla *drag*, è un negozio, almeno legislativamente, atipico, non privo, tuttavia, di una propria tipicità sociale. Esso ha origine, in particolare, nel mondo societario, dove la sua ricorrenza si manifesta *in primis* nei patti parasociali (con riferimento in particolare ai patti di sindacato), potendo, però, assolvere la propria funzione anche con un inserimento direttamente in statuto, e in via generale, anche per il tramite di patti di *joint venture* o accordi di *venture capital*²⁴⁴.

Si tratta, in particolare, di un'ipotesi ulteriore di clausola-negozio, ossia di clausole peculiari le quali, nonostante abbiano quale sostrato un più ampio regolamento contrattuale, sono in grado di rispettare, di per sé, tutti i requisiti di una fattispecie fornita degli elementi necessari alla produzione di effetti previsti dall'ordinamento giuridico e, quindi, idonee a vivere di vita autonoma: né più né meno che alla stregua di un autonomo contratto²⁴⁵.

Alla stregua di ogni clausola atipica, anche un patto di accodamento deve essere vagliato alla luce dei principi previsti dal nostro ordinamento, al fine di verificare la sussistenza, da un lato, di interessi meritevoli di tutela a norma dell'art. 1322 c.c.; dall'altro, per valutare se gli scopi perseguiti dalle

²⁴⁴ Cfr. C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita»*, cit., p. 380.

²⁴⁵ S. MAZZAMUTO, *Questioni sparse al confine tra diritto comune e diritto societario*, in *Contratto e impresa*, 2006, p. 1512. Cfr. altresì V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano, 2001, p. 459; M. Bessone, *Istituzioni di diritto privato*, Torino, 2005, p. 503.

parti siano, sotto il diverso profilo della validità, compatibili con i principi del nostro ordinamento.

Da questo punto di analisi, invero, l'interprete è facilitato nel formulare le proprie valutazioni dal meccanismo concreto di operatività delle clausole *de quibus*.

Difatti, la meritevolezza degli interessi sottesi all'elaborazione di una *tag along* si coglie con immediatezza, osservando che quando il diritto di co-vendere è attribuito al socio di maggioranza (ossia questo si veda riconosciuto il diritto di trascinare nella vendita anche la minoranza), come nella maggior parte dei casi, la clausola di *drag* si accompagna a quella di *tag*. In presenza, allora, della coesistenza nello statuto o in un patto parasociale delle due clausole, il *modus operandi* sarà davvero peculiare.

Infatti, nell'ipotesi in cui il socio, ipotizziamo di maggioranza, sia destinatario di una proposta di acquisto avente ad oggetto le proprie partecipazioni sociali, potrà - in virtù della clausola di *drag* che gli attribuisce tale potere - negoziare non solo l'alienazione delle proprie, ma anche quelle degli altri soci, di minoranza, che - in forza della posizione di soggezione loro attribuita - sono obbligati a cederle al terzo acquirente alle medesime condizioni e al medesimo prezzo (*pro quota*) pattuiti dai soci venditori.

D'altro canto, in virtù della clausola di *tag* i soci, ipotizziamo di minoranza, avranno il pieno potere - grazie al diritto loro riconosciuto - di "seguire" la negoziazione, cioè di accodarsi, sicché potranno ottenere la cessione *anche* della propria partecipazione sociale; il socio di maggioranza è tenuto, cioè, a far sì che il terzo (acquirente) acquisti, allo stesso prezzo offerto *pro quota*, anche le partecipazioni dei soci che abbiano esercitato il diritto di seguito²⁴⁶.

²⁴⁶Di solito si prevede anche che, qualora ciò non sia possibile, il socio di maggioranza sia tenuto, alternativamente, a ridurre la partecipazione oggetto del trasferimento al terzo in misura tale da permettere agli altri soci di partecipare alla vendita, oppure di acquistare egli stesso le

L'attivazione, da parte degli uni o degli altri, rispettivamente, della *drag* o *tag* è strettamente legata a *questiones voluntatis*, che non è possibile indagare né in questa sede né in termini generali e astratti²⁴⁷, e dipende, altresì, dal soggetto destinatario della proposta di acquisto.

L'individuazione degli interessi tutelati merita un tentativo di analisi condotto parallelamente al contesto applicativo in cui le clausole si trovano ad operare.

In tal senso le clausole di *tag along* trovano la loro maggiore diffusione nelle *holding*, dove si registra la presenza di soci con peso diverso; la partecipazione al capitale di taluni di essi potrebbe risultare irrilevante per il controllo della società, con il rischio di perdere il proprio valore in quanto poco appetibile sul mercato se non venduta congiuntamente ad altre²⁴⁸. Infatti, alla luce dei dati di cui si dispone, è possibile argomentare che una simile clausola è solitamente prevista in favore dei soci di minoranza, i quali hanno tutto l'interesse di premunirsi rispetto ai rischi di scarsa attrattiva di una quota (di minoranza) di minor valore commerciale; oltre all'interesse di evitare di esser governati da una maggioranza che non si è preventivamente scelta.

partecipazioni dei soci che abbiano esercitato il diritto, oppure, come ultima *ratio*, di astenersi dal porre in essere il trasferimento prospettato.

²⁴⁷ Un profilo interessante da analizzare sarebbe quello del possibile corto circuito tra una clausola di *drag* e *tag*: cosa può succedere in caso di contestuale attivazione dei meccanismi trascinarsi/accodamento? Forse, invero, tale domanda cela una risposta meno complicata di quel che può apparire, posto che in questi casi si potrebbe assistere ad una lineare ipotesi di convergenza di interessi. Solo la prassi applicativa, ancora del tutto limitata, potrà offrire ulteriori spunti di riflessione in merito.

²⁴⁸ Cfr. in tal senso L. CAPPUCCI, *Clausole di co-vendita: Tag-Along, Piggy Back, Drag-Along, Bring-Along*, cit. L'A. ritiene che gli impegni possano variare da contratto a contratto, e riporta il caso della compagnia telefonica Vodafone, imbattutasi in una simile clausola nel tentativo di acquisizione di una partecipazione nella società Hutchinson-Essar Ltd. Quest'ultima compagnia, soggetto venditore, era, infatti, legata da uno *shareholder's agreement* che accordava al partner di minoranza il c.d. *tag along right* nel caso in cui la sua partecipazione fosse scesa al di sotto del 40%; di conseguenza, al fine del buon esito della trattativa, l'acquisizione doveva essere estesa anche alle quote del socio di minoranza.

Peraltro, occorre tener presente che non deve apparire peregrina l'ipotesi di una sua previsione in favore dei soci di maggioranza²⁴⁹, posto che anch'essi avrebbero la possibilità di trarre beneficio da una clausola *de quo*.

Quel che si vuole porre in luce, allora, è che anche con la clausola di *tag along* possono realizzarsi interessi meritevoli di tutela a norma dell'art. 1322, comma 2, c.c., tanto dei soci che della società.

Difatti, i primi potranno avvantaggiarsi della forza contrattuale di cui gode sul mercato il socio (il più delle volte) di maggioranza, specie nella determinazione delle condizioni contrattuali di vendita, comprensivo (eventualmente) del premio di maggioranza.

Per la società, d'altro canto, la clausola realizza la riduzione di potenziali conflittualità interne, posto che in seguito all'attivazione di una simile clausola, il terzo acquirente ottiene la garanzia dell'omogeneità della compagine sociale e, di conseguenza, la coesione dei soci disinnesca il pericolo di rimanere intrappolati in una società, non più confacente ai propri interessi.

²⁴⁹ Stavolta, essi, cioè, e non i soci di minoranza, potrebbero sfruttare l'offerta ricevuta dagli altri soci, come potrebbero, altresì, non avere più alcun interesse a rimanere in una società orfana delle caratteristiche dei soci di minoranza, vera mente operativa o gestionale della società.

3. Analisi di una clausola-tipo

Come già accennato, nell'ipotesi classica che destinatario della *tag along* sia un socio di minoranza, costui beneficia, da un lato del diritto scaturente dalla clausola di accordarsi all'alienazione della partecipazione, ma, dall'altro, resta pur sempre libero di non vendere.

Sul socio di maggioranza grava, invece, il corrispondente obbligo di consentire l'accodamento nell'alienazione.

Nella stesura di una clausola si ritiene opportuno, allora, individuare una serie di elementi con precisione, e in particolare:

- il soggetto che beneficia del diritto di seguito e, correlativamente, quello che sarà vincolato dalla *tag*;
- il presupposto negoziale che dà luogo all'attivazione della clausola, che nella maggior parte dei casi sarà una vendita, ma in termini generali appare preferibile utilizzare il termine "alienazione";
- le condizioni dell'offerta di acquisto e la percentuale di partecipazioni che costituirà oggetto di contrattazione, posto che le parti possono limitare quest'ultima anche solo ad una percentuale di partecipazioni proporzionali a quanto trasferito dal socio di maggioranza, piuttosto che riferirsi alla totalità.

Pertanto, una clausola di *tag along* potrebbe così essere congegnata:

«1. Qualora uno o più soci di maggioranza ("Socio di maggioranza")²⁵⁰ intendano trasferire in tutto o in parte le proprie partecipazioni²⁵¹ 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

²⁵⁰ Se invece volessimo evitare qualunque qualificazione del socio che intende effettuare il trasferimento, potremmo riferirci al "socio cedente".

²⁵¹ I soci potrebbero fissare anche una percentuale del capitale sociale trasferito, al di sotto della quale il diritto di *tag along* non sorge.

(“Socio di minoranza”)²⁵²e 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] entro *n* giorni antecedenti alla stipulazione dell’accordo relativo al predetto trasferimento.

La comunicazione deve contenere tutti i dettagli rilevanti, ossia: le generalità dell’offerente, il prezzo offerto, le modalità di pagamento, eventuali garanzie nonché ogni altro termine e condizione di trasferimento.

2. Entro *n* giorni (“Termine per l’accettazione”) da quello in cui l’offerta è pervenuta ai soci non cedenti, ogni socio (se del caso, di minoranza) ha facoltà di comunicare mediante lettera raccomandata a/r al socio comunicante e all’organo amministrativo la propria intenzione (“Risposta”) di esercizio del diritto di *tag along* ovvero di non essere interessato al medesimo esercizio.

3. Qualora entro il termine per l’accettazione pervenga al socio cedente la risposta uno o più soci non cedenti di esercitare il diritto di co-vendita, il socio cedente dovrà far sì che venga procurato a tali soci non cedenti, il diritto di trasferire *pro quota* la propria partecipazione, per il medesimo corrispettivo (“Corrispettivo offerto”) ed ai medesimi termini e condizioni offerti al socio cedente per il trasferimento di tutta o parte della sua partecipazione specificati nell’Offerta (“la Co-vendita”)²⁵³.

Il trasferimento delle quote che il socio non cedente decidesse di effettuare *pro quota* dovrà intervenire contestualmente al trasferimento da parte del socio cedente della propria partecipazione o, comunque, entro i termini nei quali detto trasferimento avrebbe dovuto aver luogo, sulla base delle informazioni precedentemente comunicate al socio non cedente con l’offerta.

²⁵² In termini generici potremmo, in questo caso, riferirci al “socio non cedente”.

²⁵³ Immaginando che il socio cedente intenda cedere il 10% del capitale sociale, allora dovrà procurare al socio non cedente, socio ad esempio al 30%, la possibilità di partecipare a tale vendita, proporzionalmente alla sua percentuale di partecipazione al capitale sociale, e quindi per il 30%.

4. L'offerta di acquisto proveniente dal terzo deve essere irrevocabile per un periodo di n giorni dal ricevimento dell'offerta stessa. Durante il periodo indicato il socio non cedente resta libero di accettare o meno l'offerta.

5. Decorso il termine di n giorni senza che vi sia stata accettazione per iscritto da parte del socio non cedente, le relative offerte da parte del terzo si intenderanno decadute senza ulteriori formalità ed il socio che ha ricevuto l'offerta potrà ritenersi libero di dare esecuzione al trasferimento previsto in favore del terzo offerente²⁵⁴.

6. Il socio che ha ricevuto l'offerta si asterrà, in ogni caso, dal vendere o, comunque, trasferire le proprie partecipazioni a favore del terzo offerente ove quest'ultimo non accetti di acquistare le partecipazioni degli altri soci che abbiano manifestato, nei modi suddetti, la loro intenzione di esercitare il diritto di *tag along* nelle proporzioni volta per volta stabilite²⁵⁵.

²⁵⁴ Le parti potrebbero altresì, con apposita clausola, condizionare l'efficacia del trasferimento della partecipazione al corretto svolgimento della procedura come sopra immaginata.

²⁵⁵ Le parti possono, altresì, convenire talune deroghe al patto di co-vendita, stabilendo, ad esempio, che esso non trovi applicazione con riguardo ai trasferimenti della partecipazione posti in essere da alcuno dei soci in favore di proprie società controllate o controllanti, ai sensi dell'art. 2359 c.c.

È possibile, altresì, prevedere che il socio di maggioranza sia tenuto, alternativamente, a ridurre la partecipazione oggetto del trasferimento al terzo in misura tale da permettere agli altri soci di partecipare alla vendita (v. *infra*), oppure di acquistare egli stesso le partecipazioni dei soci che abbiano esercitato il diritto. L'astensione dal porre in essere il trasferimento prospettato costituisce, in questi casi, ultima *ratio*.

Inoltre è possibile inserire nella clausola un ultimo comma, di tale tenore: «Nell'ipotesi di trasferimento senza l'osservanza di quanto sopra prescritto, il cessionario non avrà diritto di essere iscritto nel libro soci e non sarà legittimato all'esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi».

4. Natura giuridica: ricerca di schemi formali

Anche se l'osservazione ha maggior valore con riferimento ad una clausola di *drag along*, per i motivi esaminati, anche con riguardo ad una *tag along* non vi è concordia in ordine alla struttura tipica che può rivestire tale clausola. Le parti contrattuali, cioè, al fine di poter realizzare le proprie volontà negoziali, potranno far ricorso ad una pluralità di strutture diverse²⁵⁶.

L'individuazione degli strumenti negoziali che più si adattano a soddisfare le aspettative delle parti tornerà utile anche per l'analisi degli interessi che possono trarre origine dall'operatività della clausola.

La clausola di *tag along* risponde allo schema “se vendi, ti impegni a far vendere anche me”.

Al pari di quanto visto per le clausole di *drag along*, anche la ricostruzione della natura giuridica dei patti di accodamento è operazione complessa, stante il riscontrabile dato di atipicità contrattuale, sebbene comunque gli schemi richiamati coincidano con quelli sopra descritti per le clausole di trascinamento.

Secondo una prima prospettiva, allora si potrebbe ancora richiamare il meccanismo del contratto preliminare unilaterale. Vi sarebbe uno dei due soci che assume l'obbligo in via unilaterale di far comprare anche la partecipazione del socio di minoranza, sotto la condizione sospensiva che il socio di maggioranza addivenga alla scelta di vendere.

La clausola potrebbe altresì assumere possibili profili di compatibilità anche con la figura del mandato, sotto la quale si è in precedenza ricondotta la clausola di *drag along*. Per tale via il socio di minoranza conferirebbe al socio di maggioranza un mandato ad alienare anche la propria quota di partecipazione, procacciando sul mercato

²⁵⁶ Per tale motivo la concreta individuazione dello schema contrattuale utilizzato sarà rimessa ad una *quaestio facti*.

un'offerta di acquisto avente ad oggetto l'intera partecipazione al capitale²⁵⁷.

Molto probabilmente, anche con riguardo alla clausole di accordamento, non vi è un'unica soluzione prospettabile, né, *a fortiori*, è da escludere la possibile combinazione di una pluralità di schemi negoziali.

Ciononostante, senza distinguere caso per caso, la figura che sotto il profilo strutturale maggiormente consente di soddisfare gli interessi delle parti è rappresentata dalla promessa del fatto (o dell'obbligazione) del terzo, ai sensi dell'art. 1381 c.c.: il socio obbligato alla co-vendita, di maggioranza, si impegna a procurare l'alienazione anche delle quote del socio minoritario alle medesime condizioni da lui pattuite.

Attraverso la predisposizione contrattuale della promessa del fatto o dell'obbligazione del terzo, infatti, il socio di maggioranza assume su di sé il peso della condotta posta in essere dal terzo. Seguendo l'orientamento che ricostruisce la fattispecie *de quo* in termini di obbligazione di garanzia, e non di autonoma obbligazione di *facere*, il socio maggioritario assicura, quindi, che il terzo procederà ad acquistare anche le quote del socio di minoranza. In tal modo, cioè, il socio di maggioranza prende in carico un obbligo di garanzia, consistente nell'assunzione del rischio della non esecuzione di ciò che egli stesso ha promesso.

Da qui, correttamente, il connesso profilo indennitario della detta obbligazione: il promittente sarà tenuto, eventualmente, a versare un'indennità non in quanto inadempiente per il rifiuto del terzo, ma in

²⁵⁷Decisamente contrario a tale tentativo di ricostruzione della fattispecie C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita»*, cit., p. 398. Secondo l'A., infatti, il mandato sarebbe del tutto inadatto ai nostri scopi a motivo dei obblighi che graverebbero sul mandatario. Il particolare obbligo di eseguire l'incarico con diligenza, implicherebbe che in tutti i casi in cui non sia possibile vendere congiuntamente le proprie come le altrui quote di partecipazione, fosse anteposto l'interesse del mandante a quello proprio; tale considerazione farebbe per lo meno dubitare della bontà della ricostruzione della fattispecie del mandato, tralasciando in questa sede eventuali profili di conflitto d'interessi.

quanto garante di un comportamento che non è stato mai tenuto²⁵⁸. La prestazione effettuata sarà dunque non di carattere risarcitorio, bensì assicurativo in senso lato.

La coercibilità di tali clausole potrebbe altresì essere rafforzata con la previsione di clausole penali²⁵⁹.

Sotto altro punto di osservazione, appare interessante sottolineare come il patto di co-vendita in esame può trovare, nelle sue diverse sfaccettature, varie configurazioni di carattere prettamente funzionale.

In presenza di un simile accordo, infatti, potrebbe accadere che il socio di maggioranza, dal lato passivo obbligato alla vendita congiunta, riceva un'offerta che non voglia coprire l'acquisto dell'intero capitale sociale, ma voglia tenersi ad una soglia inferiore. Si potrebbe immaginare che il capitale sia suddiviso tra maggioranza e minoranza rispettivamente al 60% e 40%, e che il terzo voglia acquistare solo il 70% del capitale ovvero solo la quota di maggioranza.

Orbene, quali sono i possibili risvolti concreti di una simile operazione? In questo caso, la formulazione della clausola in modo puro e semplice potrebbe escludere la favorevole conclusione dell'affare, conclusione avallata dal sistema giuridico-economico in virtù di un principio di circolazione della ricchezza, secondo una visione dinamica della proprietà. Allora, per evitare che la clausola *de quo*, da agile strumento di dismissione della partecipazione in favore dei soci di minoranza si trasformi in fardello per il socio di maggioranza, sarà opportuno una formulazione della clausola che consenta una sua operatività

²⁵⁸ Qualora invece l'obbligazione non venga adempiuta e l'inadempimento della prestazione sia imputabile al promittente ovvero venga eseguita in violazione dei doveri di correttezza e buona fede, il promissario potrà eseguire gli ordinari rimedi contro l'inadempimento, quindi anche il risarcimento.

²⁵⁹ La dottrina che si è occupata specificamente del tema ha prospettato la possibilità di inserire a carico dell'obbligato una *put optional* fine di dare maggiore certezza all'adempimento. Infatti, mentre la ricostruzione del patto di accodamento in termini di promessa *ex* 1381 c.c. comporta l'obbligo di prestare un'indennità, l'inadempimento della *put option* porta al risarcimento del danno, con effetti più favorevoli per l'avente diritto. Cfr. L. PONTI – P. PANELLA, *op. cit.*, p. 221.

anche in un caso simile a quello prospettato. Sicché in ipotesi in cui il terzo acquirente si opponga all'acquisto dell'intera o di parte della partecipazione del socio di minoranza, quello di maggioranza vedrà corrispondentemente ridotta *pro quota* la sua quota di capitale venduto²⁶⁰.

Da non confondere con la detta prospettazione è l'ipotesi di clausola statutaria, che per l'eventualità che le azioni non siano state acquistate dai soci destinatari di un diritto di prelazione, attribuisca agli stessi soci (non alienanti, in quanto non siano autori dell'offerta di cessione al terzo non socio) il diritto di concorrere all'alienazione delle azioni offerte in cessione, partecipandovi in misura proporzionale alle azioni a loro rispettivamente intestate²⁶¹.

Non si è in presenza, difatti, di una clausola di accordamento in quanto nella fattispecie descritta i soci diversi dal cedente sarebbero titolari di un vero e proprio diritto di carattere potestativo, al quale il cedente non può che soggiacere, di subentrare *pro quota* nel contratto di cessione delle partecipazioni.

²⁶⁰ Corrisponde allo schema su delineato il patto parasociale tra Generali e Banca Intesa avente ad oggetto un "diritto di co-vendita" con riguardo alle azioni di Banca Generali, del seguente tenore letterale : «per tutta la durata dell'Accordo, nel caso in cui Assicurazioni Generali intenda trasferire ad un terzo la totalità o parte della propria partecipazione detenuta nella Società, Intesa Sanpaolo ha il diritto di vendere al medesimo soggetto ed alle stesse condizioni economiche una quota della propria partecipazione proporzionale a quella trasferita da Assicurazioni Generali; nel caso in cui il terzo non accettasse di acquistare anche la quota aggiuntiva di Intesa Sanpaolo, Assicurazioni Generali dovrà ridurre la propria partecipazione oggetto di cessione in modo da consentire a Intesa Sanpaolo di vendere proporzionalmente la propria partecipazione. Il diritto di co-vendita non è esercitabile in sede di quotazione della Società ovvero in caso di trasferimenti infragruppo della partecipazione effettuati da Assicurazioni Generali», consultabile in www.bancagenerali.com/site/home/corporate-governance/struttura-azionariato/patti-parasociali.html

L'accordo era valido fino al 1° ottobre 2008, successivamente non rinegoziato dalle parti.

²⁶¹ Nella fattispecie si trattava, all'evidenza, di un patto sociale assai più complesso di un mero meccanismo di prelazione, contemplando un procedimento negoziale costituito dall'interazione di un diritto di prelazione e di un distinto diritto di partecipare *pro quota* all'atto traslativo, al primo inscindibilmente connesso. Nella fattispecie il giudice ha deciso per la non omologabilità dello statuto in quanto tale clausola avrebbe al contempo violato sia l'art. 2355 c.c.(ante riforma societaria) sia l'art. 1379 c.c. V. sul punto Trib. Monza 7 maggio 1997, in *Le Società*, 11, 1997, p. 1304.

5. *Tag alonge squeeze out*, valore di liquidazione e principio di equa valorizzazione delle partecipazioni sociali.

Il principio di autonomia negoziale, vera e propria stella cometa del nostro incedere nel presente lavoro, trova un'ulteriore conferma in presenza delle clausole di *tag along*.

Difatti, specialmente con riferimento alle clausole di trascinamento, ci troviamo innanzi a parti negoziali libere di disporre dei propri diritti, e una serie di questioni che si sono presentate nella nostra analisi, aventi ad oggetto i patti di *drag along*, qui si riverberano con minore intensità, quando, addirittura, non siano persino del tutto assenti.

Vogliamo riferirci in particolare ai profili di compatibilità delle presenti clausole da un lato con i principi del diritto societario, con riguardo al valore di liquidazione e all'equa valorizzazione delle partecipazioni sociali; dall'altro, con i principi di diritto comune, con riferimento al concetto di "espropriazione" fattuale già analizzato *supra*.

Per comprendere meglio quanto premesso, basta riportare alla mente il concreto meccanismo operativo delle clausole di trascinamento: *non venderai se non metterai anche me in condizioni di vendere a mia volta*.

Ciò vuol dire che vi sono istanze di tutela, non certamente assenti, ma dimidiate proprio nel caso classico in cui sia lo stesso socio di minoranza, solitamente parte debole del contratto di società e destinatario di strumenti di tutela da ogni possibile abuso della maggioranza, ad essere titolare di una situazione giuridica soggettiva attiva: egli, difatti, è titolare di un diritto soggettivo, a fronte della posizione (soggettiva passiva) rivestita dal socio di maggioranza, obbligato a procurare l'acquisto della partecipazione anche del socio di minoranza, ogni qualvolta sia destinatario di un'offerta di acquisto da parte di un terzo acquirente.

E se così è, certamente non si potrà immaginare la situazione che il socio di minoranza venga "tirato fuori" (analogamente a quanto avviene

con il meccanismo legale di funzionamento dello *squeeze out*) o “trascinato” (come, invece, avviene con il meccanismo pattizio della *drag along*) dalla società. Essendo titolare di un diritto, quello di accordarsi o meno, sarà in sua facoltà esercitarlo, appunto, o meno, con la conseguenza che: nel primo caso, qualora il terzo acquirente non voglia farsi carico dell’acquisto anche delle partecipazioni del socio di minoranza, il socio di maggioranza non potrà alienare soltanto le proprie; nel secondo, invece, il socio di maggioranza sarà svincolato dalla catena che lo legava al socio di minoranza, e libero, quindi, di determinare le proprie scelte contrattuali e concludere l’affare col terzo.

Non c’è, dunque, alcun rischio di “espropriazione” della propria partecipazione, né di valorizzare - in modo più o meno congruo (o equo, per utilizzare un termine caro alla dottrina che in tal senso si è pronunciata con riguardo alla *drag along clause*²⁶²) - l’uscita del socio dalla società; se, come affermato, il socio di minoranza è titolare di un diritto soggettivo, sarà libero di decidere se aderire o meno alla proposta di acquisto²⁶³.

Anche nel caso in esame, invero, il procedimento di fissazione del prezzo sarà il risultato di una contrattazione tra terzo e socio di maggioranza, cui il socio minoritario avente diritto alla co-vendita non è invitato a partecipare.

Tuttavia, nulla vieta che egli possa decidere di aderire ad un’offerta di acquisto rivolta dal terzo al socio di maggioranza, con un prezzo che non corrisponda al reale valore di mercato delle azioni.

²⁶² V. Massima n. 88 elaborata dal Consiglio Notarile di Milano, cit., che, nel sottolineare la necessità di un’equa valorizzazione della partecipazione societaria obbligatoriamente dismessa, ritiene che le clausole *de quibus*, al fine di essere ritenute validi ed efficaci, devono subire un adeguato controllo caso per caso in ordine all’esatta soddisfazione patrimoniale del cedente obbligato, atteso che esse hanno come conseguenza ultima la perdita dello *status* di socio

²⁶³ Non potrà parlarsi, in alcun modo, di “espropriazione”, posto che qui non è immaginabile alcuna cessione coattiva della partecipazione; il socio di minoranza, oltre ad essersi volontariamente legato pattiziamente, resta, lo si ribadisce con forza, pur sempre libero di non aderire all’offerta di acquisto del terzo.

Se ciò è vero, è ugualmente auspicabile, del pari a quanto *supra* visto nell'analisi della *drag along*, che i soci facciano riferimento a parametri obiettivi per la formazione del prezzo di alienazione,

Volendo, infatti, salvaguardare in modo definitivo la previsione oggetto della clausola, non resterebbe che disciplinare in concreto, cioè nello statuto, e con precisione, i criteri di valutazione ai quali ci si dovrà in futuro attenere per quantificare il valore delle quote da alienare congiuntamente a quelle del socio di minoranza.

Se la ricerca di un *floor* - ossia di un minimo di valore - fosse, in ogni caso, ritenuto un termine di riferimento indefettibile, i soci potrebbero al fine considerare, tra i possibili parametri, anche il valore di liquidazione delle azioni previsto in materia di recesso, in modo da eliminare in radice qualunque controversia che potrebbe sorgere, specie in ipotesi in cui sia conveniente, anche per il socio di minoranza, procedere all'alienazione²⁶⁴, e favorire la libera circolazione delle partecipazioni sociali.

A suggellare la piena ammissibilità di clausole di tal fatta, si consideri, infine, che - sul piano più propriamente funzionale - il patto di co-vendita *de quo* può svolgere anche un ruolo complementare al patto di prelazione. Infatti, chi abbia diritto alternativamente alla prelazione o alla co-vendita, potrà, sulla scorta delle condizioni prospettate dalla *denuntiatio*, scegliere se acquistare al posto del terzo, o, viceversa, decidere di vendere a lui anche le proprie quote (*rectius* accordarsi all'alienazione).

²⁶⁴ Si pensi, cioè, al caso in cui il socio di maggioranza riceva un'offerta che, da un punto di vista economico, non sarebbe soddisfacente per il socio di minoranza, ma lo sarebbe da un punto di vista dell'opportunità di dismettere la partecipazione in quella società. La predeterminazione del prezzo di alienazione, sarebbe ideale per evitare al socio di minoranza di dover accettare, ciononostante, un prezzo basso pur di uscire dalla società.

CAPITOLO III

PATTI DI COVENDITA E LIMITI ALLA CIRCOLAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI SOCIALI: TRA PARASOCIALITÀ E STATUTO

1. La duplice valenza del termine «circolazione»

Se dovessimo scegliere un titolo che operi quale premessa per il prosieguo della trattazione in oggetto, la «circolazione tra statuto e contratto» sarebbe probabilmente molto adatto, in quanto rimanda con immediatezza alla duplice valenza che il termine «circolazione» è venuto ad assumere nel sistema post riforma delle società di capitali - con espressa previsione nella rubrica degli artt. 2355 e 2355 *bis* c.c. per le società per azioni, e nel corpo del testo dell'art. 2437 c.c. per le società a responsabilità limitata –con riguardo allo statuto e alla nuova disciplina dei patti parasociali.

Si tratta di una nozione molto ampia, che nel linguaggio del codice sta ad indicare, da un lato, il complesso di norme, in particolare di clausole statutarie²⁶⁵, che - quasi in negativo -pongono vincoli di varia natura al principio della libera circolazione delle partecipazioni sociali, in forma appunto di *regole di circolazione*. Dall'altro, designando gli atti negoziali *tout court* che, nel rispetto di quelle regole, realizzano e danno contenuto a quello spostamento di ricchezza, l'espressione “circolazione” è da coordinare con la previsione e il concreto funzionamento di accordi tra i soci che si pongono al di fuori dello statuto, e che per tale motivo prendono

²⁶⁵ Posto che lo statuto diviene esso stesso fonte di cognizione, per utilizzare un'espressione molto cara agli studiosi del diritto pubblico, per i soggetti che fanno parte della società.

il nome di patti parasociali, aventi quale scopo, la disciplina dei rapporti tra singoli soci, al fine di assicurare la stabilità di indirizzi e delle politiche economiche della società.

La distinzione tra circolazione-statuto e circolazione-patti parasociali non risponde a finalità meramente espositive, ma tende a riequilibrare i rapporti tra le due figure giuridiche, che, prima della nota Riforma, apparivano univocamente sbilanciati verso lo strumento statutario (posto che la disciplina dei patti parasociali si deve proprio all'intervento riformatore del legislatore). Sicché, mentre di fronte ad uno statuto, l'interprete si trova nella posizione di dovere indagare regole generali e astratte, oggetto di un'applicazione ripetuta nel tempo, dinanzi a un contratto parasociale, invece, occorre indagare la volontà degli aderenti al patto, esprimendo - in chiave interpretativa - lo scopo in concreto perseguito dalle parti²⁶⁶.

Proprio il principio di libera circolazione delle partecipazioni sembra vacillare nel nuovo sistema del diritto societario, per le tali e tante possibilità di limitazione statutaria²⁶⁷.

Una serie di vincoli, per inciso, finiscono con l'alterare l'equilibrio dualistico precedente tra società per azioni e società a responsabilità limitata, che adesso, nel sistema della «circolazione», sono accomunate nella previsione del divieto di alienazione (art. 2355 *bis*, comma 1, c.c. per le s.p.a.; art. 2469, comma 1, c.c. per le s.r.l.), nell'allineamento per il mero gradimento (art. 2355 *bis*, comma 2, c.c.; 2469, comma 2, c.c.), e nella via d'uscita del recesso (artt. 2437 e 2473 c.c.).

²⁶⁶ Ritorna, come si vede, la distinzione tra criteri di interpretazione oggettivi (per lo statuto) e soggettivi (per i patti parasociali).

²⁶⁷ Il termine circolazione, resta pur sempre un concetto astratto. Una riprova è data proprio dall'art. 2469 c.c. post-riforma, ove lascia il posto al concetto di «trasferimento» - pur comprendendolo poiché il trasferimento è pur sempre un atto di circolazione. e agli statuti si contrappongono i «contratti», alle regole statutarie le «clausole negoziali».

Per ciascuno di questi tre istituti - divieto, gradimento e recesso – che segnano l'intera vicenda inerente alla partecipazione, assume significato centrale il termine «trasferimento», attorno al quale la riforma ha costruito il sistema dei vincoli alla circolazione e dell'intrasferibilità.

2. Clausole limitative della circolazione delle partecipazioni sociali tra statuto e patti parasociali: alcuni cenni.

Un'analisi teorica dei vincoli nascenti da talune clausole necessita innanzitutto dell'individuazione e di una messa a fuoco della *ratio legis* in materia di limitazioni (convenzionali)²⁶⁸ alla circolazione di partecipazioni societarie.

Come già analizzato, la finalità che ci si prefigge attraverso tali limitazioni è, infatti, la stabilità della compagine sociale, che nella prospettiva imprenditoriale può rappresentare in molti casi un valore. Sicuramente, ciò accade in presenza di imprese piccole e medie, in quanto un'efficace strategia imprenditoriale presuppone normalmente lo svolgimento in un arco temporale non eccessivamente limitato, in cui è importante che sia mantenuta la stabilità dei soci, che quella medesima strategia condividono e che hanno i mezzi finanziari per sostenerla e attuarla²⁶⁹; un'uguale esigenza di stabilità non è meno avvertita, come

²⁶⁸ La libera trasferibilità è, invece, esclusa per legge in altre ipotesi. Così, le azioni liberate con conferimenti diversi dal danaro non possono essere alienate prima del controllo della valutazione (art. 2343, comma 3, c.c.); le azioni con prestazioni accessorie non sono trasferibili senza il consenso del consiglio di amministrazione (art. 2345, comma 2, c.c.); ugualmente intrasferibili senza il consenso del consiglio di amministrazione sono anche le azioni delle società fiduciarie e di revisione (art. 3, comma 2, l. n. 1966/939).

²⁶⁹ M. IEVA, *Le clausole limitative della circolazione delle partecipazioni societarie: profili generali e clausole di predisposizione successoria*, in *Riv. Not.*, 2003, p. 1361.

necessaria, in società a base familiare o in *holding*, ove peraltro la stabilità è, di per sé, strumento di controllo²⁷⁰.

Le clausole limitative maggiormente diffuse nella prassi e sulle quali si è concentrata più in particolare l'attenzione degli studiosi sono quelle riconducibili a prelazione e gradimento, ma le tipologie di limiti convenzionali alla circolazione sono numerose.

In particolare, in dottrina²⁷¹ è stato prospettato un raggruppamento in sei tipi principali: a) clausole di prelazione; b) clausole di gradimento (che in alcuni casi considerano la possibilità di sostituire il compratore con persona gradita alla società, in altri l'obbligo della società di acquistare le azioni in caso di diniego di gradimento); c) clausole che condizionano l'acquisto al possesso di determinati requisiti soggettivi; d) clausole miste (che combinano tutti i requisiti visti sinora); e) clausole anomale; f) clausole che impongono un divieto assoluto di trasferimento²⁷².

Come noto, i limiti alla circolazione di partecipazioni, diversi da quelli legali, vengono adottati tramite accordi intercorsi tra i soci.

Questi ultimi, poi, vanno, a loro volta, distinti sulla base della loro collocazione: possono, infatti, risultare dallo stesso statuto (o atto costitutivo) della società, e allora parleremo di limiti statutari; ovvero, da accordi consacrati al di fuori dello statuto (o dell'atto costitutivo), nel qual caso saremo in presenza di patti parasociali²⁷³.

²⁷⁰ Sul tema delle tecniche contrattuali utilizzate per la circolazione delle pacchetti azionari di controllo, v. F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, 2003, p. 193 ss.

²⁷¹ Il criterio di raggruppamento è proposto in *Casi e materiali di diritto commerciale, Società per azioni*, Milano 1974, I, p. 269 sulla scorta dell'indagine condotta da G. Zuddas, *I limiti alla trasferibilità delle azioni nella pratica statutaria*, in *Riv. Soc.*, 1967, p. 905.

²⁷² Da qualche tempo poi ha acquistato maggiore autonomia che in passato lo studio di quelle limitazioni alla circolazione destinate a regolare la sorte della partecipazione in caso di morte del socio, c.d. clausole di predisposizione successoria. Sul punto v. M. Ieva, *op. cit.*

²⁷³ L'essenza dei patti parasociali, è stata individuata proprio nell'attinenza del loro oggetto alla regolamentazione di situazioni giuridiche originanti dal contratto di società, da un lato, e nella collocazione di tale regolamentazione al di fuori del contratto di società. Il primo carattere spiega l'accessorietà del patto parasociale al contratto sociale e il collegamento (di regola) unilaterale esistente tra i due negozi; il secondo, invece, dà conto della separazione tra il

La duplice prospettiva enunciata evoca il problema della qualificazione, e diverse sono state le soluzioni prospettate, nel senso di operare un inquadramento su basi puramente formali, di modo che tutto ciò che sarebbe previsto nello statuto avrebbe natura sociale, mentre tutto ciò che sarebbe al di fuori, natura parasociale; ovvero integrarne la valutazione con l'analisi del contenuto della clausola; oppure ancora, assumere come parametro la compatibilità o meno del patto con la struttura organizzativa prevista per quel tipo di società, di modo che, in difetto, la conseguenza non sarebbe una sicura invalidità del patto, bensì un suo «affievolimento» sul piano dell'efficacia: da reale/sociale ad obbligatoria/parasociale^{274 275}

Quanto all'alternativa tra validità e invalidità delle clausole limitative della circolazione, risolta la questione nel primo senso, il legislatore della riforma ha posto una disciplina cui, senza occuparsi della qualificazione giuridica degli istituti in esame, sembrano essere sottese talune scelte di fondo dalla cui individuazione è possibile trarre delle considerazioni di ordine generale.

Il riferimento in particolare è alle società a responsabilità limitata. Per esse si ha la sensazione che il legislatore, ponendo al centro l'autonomia statutaria e al contempo ampliandola, abbia per un verso consentito e

negozio sociale e quello parasociale. Così G. A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. Soc.*, 1991, p. 597.

²⁷⁴ In tema di criteri distintivi tra clausole statutarie e parasociali v. G. A. RESCIO, *cit.*, p. 601, il quale, riportando il pensiero di autorevole dottrina (C. Angelici) afferma che, solitamente, con riguardo alle società di capitali, la distinzione tra sociale e parasociale è innanzitutto affidata ad un criterio formale, basato sull'osservanza di procedimenti e forme. In linea di principio, pertanto, la natura sociale della fattispecie è desumibile dall'obbedienza a quelle regole, la natura parasociale dal prescindere.

Tuttavia si è anche notato che in realtà non tutto quanto abbia seguito l'iter fissato dalle norme codicistiche appartiene senza dubbio al sociale, poiché «la forma necessaria per legge non può trasformare in sociale ciò che difetta della sostanza sociale», conservando natura parasociale.

Per il ruolo dell'autonomia privata in materia societaria e, specialmente, sul tema appena esaminato, v. S. MAZZAMUTO, in *Questioni sparse al confine tra diritto comune e diritto societario*, *cit.*, p. 1485, che pone bene in evidenza come le questioni sollevate dal (nuovo) diritto societario si possono e debbono risolvere alla luce dei principi del diritto comune dei contratti.

²⁷⁵ Cfr. L. FARENGA, *I contratti parasociali*, Milano, 1987, p. 149 (citazione attinta da G. A. Rescio, *op. cit.*, p. 606).

incitato l'introduzione all'interno proprio dello statuto della regolamentazione dei rapporti contrattuali tra i soci; per un altro, invece, abbia alzato l'asticella del limite all'interno del quale le pattuizioni possono essere considerate legittime, purché la compressione dei diritti dei soci che ne possa eventualmente derivare sia bilanciata dal recesso.

Proprio il trattamento differenziato riservato dal legislatore della riforma a quest'ultimo tipo sociale, rispetto alla disciplina prevista per le s.p.a., in tema di patti parasociali²⁷⁶, conferma quanto cennato²⁷⁷.

²⁷⁶ Tali pattuizioni sono state dapprima prese in considerazione dalla sola giurisprudenza, che ne ammetteva e riconosceva la validità purché non contrarie a norme imperative di legge. Il primo intervento legislativo in materia si è avuto con il d. lg. n. 58/1998 (c.d. TUF), sebbene in relazione alle sole società quotate e ad alle società che le controllano. Successivamente, con la riforma del diritto societario (d. lg. 6/2003) i patti parasociali hanno ricevuto riconoscimento anche all'interno del codice civile (artt. 2341 *bis* e ss.) per le società per azioni che non rientrano nell'ambito di applicazione del TUF. Rimangono invece privi di una disciplina specifica i patti stipulati tra soci di una società diversa da una s.p.a.

Secondo la dottrina, si tratta di un fenomeno negoziale di cui si riconosce la validità, ma che viene, al contempo, sottoposto ad una disciplina restrittiva sotto il profilo temporale e, nel caso di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ad una disciplina tesa ad assicurarne la trasparenza, nell'interesse dei soci estranei al patto medesimo e dei terzi. V. in tal senso, V. Donativi, *Sub. art. 2341 bis c.c.*, in *Società di capitali, Commentario* a cura di G. Niccolini - A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, p. 156. Secondo questo A., però, tale disciplina non risponde alla convinzione che i patti possano alterare i principi che presiedono agli assetti circolatori e di governo della società, quanto piuttosto al rischio che essi possano divenire un ostacolo alla contendibilità del controllo societario, impedendo, così, che il mercato realizzi una delle sue principali funzioni.

²⁷⁷ L'art. 2341 *bis* non detta, infatti, alcuna regola specifica per le società a responsabilità limitata.

Secondo autorevole dottrina proprio il tema delle s.r.l. costituisce la cartina di tornasole di un'auspicabile rivisitazione del ruolo che l'autonomia privata gioca nel diritto societario.

Infatti, proprio il rapporto tra ambito sociale e parasociale dovrebbe essere rimeditato sul piano della disciplina chiedendosi, specie nelle s.r.l., per le caratteristiche che post riforma le sono proprie, se abbia ancora senso distinguere i due piani di indagine, ovvero se tale storica dicotomia possa trovare una nuova sintesi nella disciplina di diritto comune, e dei contratti in specie. Al centro della riflessione sarebbe da porre, allora, il ruolo del consenso, al fine di dare ingresso all'interno del settore specialistico del diritto societario, il diritto dei contratti.

In tal senso l'autorevole tesi sostenuta da S. MAZZAMUTO, *I patti parasociali: una prima tipizzazione legislativa*, in *Contr. e Impr.*, 2004, 3, p. 1097.

Un riferimento al tema classico della durata dei patti parasociali chiarirà meglio il ruolo dell'autonomia privata, ma soprattutto dell'influenza del diritto comune dei contratti.

Per i patti non ricompresi nello schema dell'art. 2341 *bis* non si può che far riferimento alle norme di diritto comune, specialmente riguardo alla tematica della durata dei medesimi, e ai casi di mancata esplicitazione di un termine di durata massimo.

Con riferimento a quest'ultimo caso, e al fine di far salva la pattuizione parasociale, la S.C., con la nota sentenza n. 14865 del 2001 (in *Giur. Comm.*, 2002, II, p.666), ha stabilito che tali patti (in ogni tipo di società) possano anche avere durata indeterminata, ma in questo caso si avrà a disposizione il correttivo del recesso. Facendo applicazione di quel che si va delineando in

La nuova normativa dei patti parasociali, di cui agli artt. 2341 *bis* ss., ha risolto talune questioni interpretative sorte all'indomani dell'emanazione del t.u.f. circa la possibilità di estendere la disciplina degli artt. 122 e ss. anche alle società non quotate, sebbene ne abbia aperte di nuove, specie in relazione alla disciplina applicabile ai patti parasociali esclusi dalla normativa del codice civile. Sotto un profilo soggettivo, infatti, essi si applicano, infatti, alle sole società per azioni o alle società di qualunque altro tipo che controllino società per azioni²⁷⁸.

modo sempre più nitido quale vero e proprio principio generale, può senz'altro escludersi, infatti, la nullità dei patti a tempo indeterminato non rispondenti ai presupposti oggettivi o soggettivi delineati dall'art. 2341 *bis* c.c. e dovrà piuttosto riconoscersi la titolarità di un diritto di recesso *ad nutum*, previo congruo preavviso, in favore di ciascun contraente.

In termini ancora più generali, e a conferma di quanto già sostenuto, occorre sottolineare come il recesso sia previsto come strumento di tutela della libertà contrattuale, come tale applicabile in tutti i casi di obbligazioni contrattuali ad esecuzione continuata prive di termine. Questa affermazione trova espresso fondamento normativo, oltre che nella disciplina in tema di patti parasociali di s.p.a., nelle società di persone (v. art. 2285 c.c., che consente il recesso ad ogni socio quando la società è contratta a tempo indeterminato o per tutta la durata della vita dei soci), nelle società di capitali non quotate (v. artt. 2437 ss.), nelle associazioni di diritto privato (v. art. 24, comma 2, c.c.).

Nei casi invece *border line* ove la durata del patto non possa dirsi determinata, ma neanche a rigore del tutto indeterminata, essendo cioè incerto nell'*an* e nel *quando*, si è in presenza dei c.d. patti "a durata variabile", non un *tertium genus*, bensì una problematica variante dei patti a durata determinata. In questo contesto si inserisce l'aspetto più prettamente civilistico nel cuore di una tematica di diritto societario. Infatti, è noto come uno degli argomenti più dibattuti della materia parasociale è stato quello della ragionevole durata dei medesimi, specie prima dell'intervento del legislatore. Inoltre, accanto a questo ordine di considerazione si pone l'altrettanto noto e costante sfavore del nostro ordinamento, e soprattutto del diritto dei contratti, per i vincoli di durata eccessiva o indeterminata che limitino in modo indefinito la circolazione dei beni giuridici. Pertanto può affermarsi che nelle s.r.l., potremmo persino prevedere patti aventi durata che superino il quinquennio, se supportati da giustificazioni oggettivamente apprezzabili e meritevoli. Il sicuro riferimento sistematico è al disposto dell'art. 1379 c.c., che subordinando la validità del divieto di alienazione all'esistenza di un conveniente limite di tempo, oltre che ad un apprezzabile interesse delle parti, è stato interpretato dalla giurisprudenza della S.C. come applicabile a tutte quelle pattuizioni che «pur non rispondendo interamente al modello del divieto di alienazione, tuttavia comportino limitazioni altrettanto incisive del diritto di proprietà ed abbiano quindi il medesimo risultato (Cass. 11 aprile 1990, n. 3082, *cit.*).

²⁷⁸ Non appare così irragionevole sostenere che l'assenza di un'apposita previsione in tema di s.r.l. sia da correlare all'idea che l'utilità dei patti parasociali in questo tipo di società si sia ridotta parallelamente all'ampliata possibilità di utilizzare lo statuto come contenitore di norme destinate a regolare più strettamente rapporti interpersonali tra i soci.

Con riguardo all'ambito di applicazione disegnato per i patti parasociali dal legislatore, la norma distingue, sotto il profilo soggettivo, un ambito "diretto" da un altro realizzato attraverso «un meccanismo di propagazione lungo la catena del controllo» (così V. DONATIVI, *cit.*, p. 159). Quest'ultimo criterio è, allora, duplice, dovendo ricorrere tanto un presupposto afferente al «fine» (la stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo deve riferirsi non già alla società

Con riferimento alle s.r.l. (che non controllino una s.p.a.), pertanto, deve escludersi la possibilità di applicare, anche solo per via analogica, la disciplina dell'art. 2341 *bis* c.c., anche se non è da ritenere *de plano* invalida una pattuizione parasociale tra i suoi soci²⁷⁹, pur in presenza del rinnovato ruolo che l'autonomia statutaria svolge in questo tipo di società.

Per ciò che riguarda più da vicino i nostri scopi, tra i patti parasociali assumono rilevanza quelli che pongono “limiti” alla circolazione della partecipazione, c.d. sindacati di blocco. Si darà conto, di qui a breve, del distinto profilo sussistente, a parere di chi scrive, tra “limiti” e “vincoli” alla circolazione e sul rapporto tra sindacati di blocco e patti di co-vendita.

Proprio in quanto *species* del *genus* patti parasociali, essi sono assoggettati ai limiti di durata e agli specifici obblighi informativi della disciplina prevista dal t.u.f. e dal codice civile²⁸⁰.

cui sono riferibili l'oggetto o l'effetto del patto, ma alla società azionaria da essa controllata), tanto un presupposto afferente alla sussistenza di una relazione qualificabile in termini di «controllo».

²⁷⁹ Come già sottolineato, in questo caso, tali patti – se stipulati a tempo determinato – non devono essere necessariamente soggetti al limite temporale quinquennale; possono, tuttavia, pur sempre subire un giudizio di validità e compatibilità rispetto ai principi generali del diritto comune, segnatamente con quelli contrattuali, quindi con gli artt. 1322 c.c. (quanto al profilo della meritevolezza degli interessi in gioco) o con l'art. 1379 c.c. (quanto ai sindacati di blocco).

²⁸⁰ Con riguardo alla delimitazione temporale delle pattuizioni parasociali disciplinate agli artt. 2341 *bis* c.c., il patto può essere a tempo determinato o indeterminato. Nel primo caso non può avere durata superiore al quinquennio, e – in applicazione del combinato disposto degli artt. 1418 e 1339 c.c. – si intendono stipulati per questa durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore. Nel secondo caso, come visto, ciascun contraente sarà libero, o meglio, avrà il diritto, di recedere dal patto con preavviso di centottanta giorni.

Con riferimento al diritto di recesso da patti stipulati a tempo indeterminato, la dottrina ritiene che sarebbero nulle le eventuali pattuizioni volte ad escludere, o anche semplicemente a rendere più gravoso, l'esercizio del recesso. Parimenti, si dovrebbe equiparare al patto a tempo indeterminato anche quello stipulato per tutta la durata della società o per tutta la vita di no dei contraenti. Cfr. sul punto V. DONATIVI, *cit.*, p. 179.

Un secondo profilo della disciplina codicistica è costituito dal particolare regime di pubblicità dei patti, previsto, tuttavia, per le sole società con azionariato diffuso (non quotate, ovviamente). Infatti, in quest'ultime, ossia nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, i patti parasociali devono essere comunicati alla società e dichiarati in apertura di ogni assemblea. Successivamente, la dichiarazione deve essere trascritta nel verbale di assemblea e questo deve essere depositato presso il registro delle imprese, al fine di darne conoscenza a chiunque ne sia interessato.

Nell'ambito della disciplina del t.u.f., invece, i patti parasociali riconducibili a una delle categorie di cui all'art. 122, qualora siano stipulati a termine, non possono avere durata superiore ai tre anni e, se stipulati per un termine maggiore, questo si riduce *ex lege* a tre anni (art. 123,

I sindacati di blocco, al pari di tutte le pattuizioni parasociali, rispetto a quanto avviene nella consueta ipotesi di previsione statutaria, vincolano esclusivamente le parti contraenti: hanno cioè efficacia obbligatoria o *inter partes*. Ciò significa che l'eventuale loro violazione da parte di uno degli aderenti al patto, non comporta per ciò solo l'invalidità dell'atto di alienazione avente ad oggetto le partecipazioni sociali, né la società potrà opporsi all'iscrizione dell'acquirente nel libro soci; bensì, l'inadempiente sarà tenuto solo al risarcimento dei danni nei confronti degli altri soci contraenti.

Quanto esposto costituisce uno dei motivi principali, oltre all'assenza di limiti di natura temporale, per cui spesso sia preferibile optare per l'inserimento di tali pattuizioni (e clausole similari) nel medesimo testo dell'atto costitutivo (o statuto). In seguito ad una tale scelta, le pattuizioni acquistano quell'efficacia reale (*erga omnes*) che deriva dalla pubblicità che circonda le più importanti vicende societarie, e dunque sono tali da vincolare tutti i soci, presenti ma, soprattutto, futuri²⁸¹.

comma 1). Possono, altresì, essere stipulati a tempo indeterminato, a norma del comma 2, dell'art. 123 t.u.f., con la conseguenza, in tali casi, che ciascuno degli aderenti al patto può recedere in qualunque tempo, con onere di preavviso di sei mesi.

L'esistenza di certi accordi tra i soci di una società quotata è un fatto di cui occorre dare adeguata informazione a vari soggetti: alla CONSOB, mediante la comunicazione dell'accordo entro cinque giorni dalla stipulazione; al pubblico, mediante la pubblicazione per estratto sulla stampa quotidiana entro dieci giorni dalla stipulazione; e a qualunque altro interessato, mediante il deposito presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sede legale entro quindici giorni dalla stipulazione (art. 122, comma 1).

²⁸¹ Questa scelta, se presenta gli aspetti positivi illustrati, è foriera di conseguenze per le società quotate nei mercati regolamentati. Infatti, la libera trasferibilità delle azioni è requisito per l'ammissione e il mantenimento dei titoli alla quotazione nei mercati. La conseguenza in tali casi non è, di certo, l'inefficacia o invalidità della clausola, bensì l'esclusione dalla quotazione. Cfr. art. 2.1.3. Regolamento Borsa Italiana s.p.a.

3. Patti di co-vendita: ulteriore ipotesi di limite alla circolazione delle partecipazioni sociali?

All'inizio della trattazione della complessa tematica al nostro esame, avevamo affermato, senza alcuna pretesa di esaustività che gli accordi di co-vendita sono particolari clausole-accordi ascrivibili a quelle che prevedono non solo, o non tanto, limiti ma anche particolari condizioni per il trasferimento delle partecipazioni sociali, in ragione soprattutto della funzione economico-sociale che sono chiamate a svolgere nella vita societaria.

È giunto il momento di approfondire l'argomento.

La struttura della clausola di *drag along* è tale che il socio onerato dell'obbligo di co-vendita non è libero nella facoltà di disporre della partecipazione di cui è titolare. Di conseguenza, da ciò si potrebbe dedurre che la clausola determini, *prima facie*, l'insorgenza di una limitazione alla circolazione della partecipazione²⁸².

²⁸² Dall'adesione alla teoria che ascrive tali clausole nella categoria dei limiti alla circolazione delle partecipazioni sociali deriverebbero una serie di osservazioni rilevanti.

In primo luogo, va ribadito, l'inserimento nello statuto di clausole limitative della circolazione delle 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*. (Cfr. sul tema G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 228. In giurisprudenza v. Trib. Milano, 12 luglio 1991, in *Banca, borsa e tit. di credito*, 1992, II, 572).

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 configurazione statutaria (e non più di mero contenuto di patto parasociale, come sino a non poco tempo fa riscontrabile nella prassi) delle clausole di *drag* o *tag* debba determinare, anche per esse, l'obbligo di adozione della formalità pubblicitaria di cui all'art. 2355-bis, ultimo comma, c.c.

Di quest'ultimo avviso risulta ad esempio essere la dottrina notarile, laddove nella Massima n.88 si afferma che tali clausole sono sì valide ma tuttavia “restano soggette alle disposizioni relative ai limiti alla circolazione delle partecipazioni proprie dei rispettivi tipi sociali (s.p.a. ed s.r.l.)”²⁸³.

La stessa configurazione della clausola quale clausola di vendita forzata farebbe propendere per la creazione in capo al socio trascinato di un vincolo giuridico al trasferimento della partecipazione sociale al potenziale acquirente, posto che menomerebbe la libertà di disporre delle azioni²⁸⁴.

Tuttavia, con l'ausilio di un recente pronunciato della giurisprudenza di merito e di parte della dottrina²⁸⁵, appare possibile discostarsi da tale interpretazione attraverso una rimediazione del concetto di limitazione al regime circolatorio delle azioni, attraverso l'analisi, di volta in volta, dello stato di soggezione in cui si trova il socio di minoranza, quando non anche del contenuto che il singolo patto può assumere in concreto.

Invero più che di mero vincolo alla circolazione, nella fattispecie si rinviene un “intralcio alla circolazione”, un “aggravamento” della posizione del socio di minoranza; pur non essendo revocabile in dubbio che un simile

L'obbligo di menzione sarebbe, infatti, preordinato ad impedire affidamenti incolpevoli e, dunque, potrebbe consentire - a chi intenda 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 potrebbe giovare astrattamente al terzo acquirente su cui si riversano le conseguenze finanziarie dell'applicazione delle clausole di accodamento e di trascinamento.

Si mette in luce, tuttavia, come, invero, 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.

Ad opposte considerazioni, invece, si giunge, se, come ritiene lo scrivente, che tali pattuizioni comportino invero, più che una limitazione, un “aggravamento” del regime di circolazione.

²⁸³Commissione Società, Consiglio Notarile di Milano, Massima 88, cit.: «Il giudizio nei confronti della clausola di co-vendita merita nuova riflessione allorché la stessa, nelle sue varie configurazioni contenutistiche, assurga a regola statuaria. 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».

²⁸⁴Condivide l'assimilazione delle clausole a quelle recanti vincoli alla circolazione delle partecipazioni sociali C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di drag along*, cit., p. 1380.

²⁸⁵Trib. Milano, sez. III civile, 24 marzo 2011, in *Notariato*, 2011, 4, p. 396; sull'analisi caso per caso cfr. C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita»*, cit., p. 389.

congegno negoziale finisca con l'incidere sulla libera disponibilità della partecipazione da parte del socio di minoranza, esso è tuttavia maggiormente incentrato su un meccanismo di vendita forzosa, se solo si pensa che il titolare azionario è sottoposto all'altrui iniziativa di vendita (segnatamente quella del socio di maggioranza a cui favore è prevista la clausola).

La clausola, attraverso il complesso contenuto che la caratterizza, comporta invero uno stato di soggezione più o meno prolungato del socio di minoranza al potere degli altri soci di determinare la stessa cessazione del rapporto sociale. Ecco il motivo per cui, stante l'impatto di una simile clausola sulla posizione giuridica del socio trascinato, non si può certamente prescindere dal suo consenso per la previsione della clausola, come vedremo.

Dal riconoscimento/attribuzione di peculiari situazioni giuridiche soggettive (diritto di accodarsi – obbligo di procurare l'alienazione nella *tag along*; diritto di trascinare – obbligo di esser trascinati nella negoziazione in ipotesi di *drag*) deriva ulteriormente quanto segue.

Le clausole *tag along e drag 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 dei diritti soggettivi (e obblighi) 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 (più in generale delle partecipazioni), condizionando l'esito della stessa. In altri termini, la loro "attivazione" muta la veste giuridica dei soci non in un "momento partecipativo 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, incidendo su diritti individuali, necessitino, dunque, del consenso di tutti i soci, come vedremo.

Per tale via, riteniamo che simili clausole non siano sussumibili nell'alveo delle previsioni normative suesposte, che non comportano soggezione ad alcuna altrui iniziativa di vendita; e, dunque, che - al pari delle clausole di riscatto - non siano riconducibili al disposto dell'art. 2355-*bis* c.c., posto che, lungi dal limitare la circolazione, vi dà impulso, producendo un trasferimento forzoso delle azioni²⁸⁶.

Non è da escludere, peraltro, che la collocazione di tali clausole negoziali tra le ipotesi di vincoli alla circolazione di partecipazioni sociali possa, piuttosto, risponde ad esigenze di tipo classificatorio, posto che - con riferimento ai patti parasociali, tanto l'art. 2341 *bis*, c.c., alla lettera b) quanto l'art. 122 t.u.f. al comma 5, lett. b) - fanno riferimento a patti che pongono "limiti" al trasferimento della partecipazioni.

Con l'intento di chiarire ulteriormente la questione, non resta che passare all'analisi del rapporto tra patti di co-vendita e patti parasociali/statuto.

4. Patti parasociali di *drag along* e *tag along* tra codice civile e t.u.f.

Nel corpo della presente trattazione abbiamo già focalizzato l'attenzione sui possibili ambiti di applicazione e correlati spazi applicativi degli accordi di co-vendita in generale.

Adesso, è giunto il momento di analizzare la collocazione dei medesimi nel loro ambiente (fino ad oggi) naturale in campo societario, ossia nei patti parasociali²⁸⁷.

²⁸⁶ Quanto all'esclusione delle clausole di riscatto dal dispositivo dell'art. 2355-*bis* c.c. v. L. STANGHELLINI, *Sub* art. 2355-*bis*, cit. p. 564.

²⁸⁷ Mutuando una non recente definizione offerta dalla Suprema Corte per patti parasociali si intendono quelle pattuizioni con cui i soci definiscono un regolamento di rapporti difforme o complementare rispetto a quello previsto nell'atto costitutivo o nella statuto della società. V. Cass. 23 novembre 2001, n. 14865, in *Le Società*, 4, 2002, p. 431.

In particolare, con tali previsioni i c.d. paciscenti concordano le modalità di conduzione della società, mediante sindacati di voto; ma possono anche legarsi tra loro al fine di mantenere stabile e inalterato l'assetto proprietario della società, mediante sindacati di blocco.

Le parti, di regola, intendono convenire patti parasociali al fine, principalmente, di: a) disciplinare taluni profili della gestione e della proprietà della società; nonché b) i reciproci diritti ed obblighi, allo scopo di assicurare continuità e stabilità di indirizzi e politiche in merito all'attività sociale ed un proficuo coordinamento nelle decisioni della società, in funzione della massimizzazione degli obiettivi propri di quest'ultima.

Con l'ulteriore espressa finalità operativa di disciplinare l'ingresso di nuovi soci di maggioranza e di assicurare compattezza alla compagine azionaria, mediante la limitazione del potere di trasferire azioni, i patti di co-vendita - sotto forma di patti di blocco - hanno in origine trovato la loro principale diffusione all'interno proprio di questi accordi para-statutari.

Infatti, tra le ragioni che hanno contribuito ad una migrazione dall'ambito parasociale al sociale vi è stato, sicuramente, il limite di durata massima che la riforma ha disposto per i patti parasociali delle società non quotate, sulla falsariga della disciplina prevista dal t.u.f. per quelle quotate in mercati regolamentati; circostanza che concorre al nuovo interesse per l'inserimento in statuto di questo genere di pattuizioni²⁸⁸.

Se, infatti, i patti parasociali ai sensi dell'art. 2341 *bis* c.c. non possono avere durata superiore al quinquennio, e a norma dell'art. 123 t.u.f. non possono avere durata superiore a tre anni, tutte le volte in cui sussiste un'alternativa tra patto parasociale e clausola statutaria, quest'ultima sarà

Sul rapporto tra la disciplina di diritto (prettamente) societario e quella di diritto comune dei contratti, v. *supra*. A tal proposito, la dottrina che si è occupata dell'argomento, ascrive i patti parasociale alla categoria dei contratti atipici, dunque soggetti alle disposizioni generali in materia di obbligazioni e contratti. Cfr. M. VENTORUZZO, *Sindacati di voto "a tempo indeterminato" e diritto di recesso dei paciscenti nelle società a responsabilità limitata*, in *Giur. Comm.*, I, 2006, p. 584.

²⁸⁸In tal senso la dottrina notarile con la Massima Consiglio Notarile di Milano, n. 88, cit., p. 255.

generalmente prescelta, posto che assicura il beneficio di essere pattuita oltre il termine prefissato, rispettivamente di cinque e tre anni, addirittura per l'intera durata della vita della società^{289 290}.

Se, da un lato, appare oggi confermata la possibilità di recepire in statuto simili clausole, dall'altro è più discussa la portata e l'efficacia delle stesse, nonché le modalità d'inserimento nel medesimo.

Soffermiamo la nostra attenzione per il momento agli aspetti peculiari dei patti di co-vendita in rapporto ai patti parasociali.

In primo luogo occorre precisare in quale relazione si trovino patti di co-vendita e patti parasociali.

Il loro rapporto difatti solo a volte è di reciproca integrazione, o meglio di coincidenza, nel senso che taluni patti parasociali possono, in presenza di certe condizioni, avere per oggetto un patto di co-vendita. Intendiamo sottolineare che un patto di co-vendita parasociale non si identifica (sempre e comunque) con un patto parasociale *strictu sensu*. Questo, difatti, ne rappresenta, di regola, soltanto il contenitore; altre volte, come solitamente accade, anche il contenuto.

Per spiegare l'affermazione da ultimo esposta, richiamando quanto già detto, basti in primo luogo riflettere sulla circostanza che la disciplina codicistica non si applica alle s.r.l. che non controllano una s.p.a.

Senza disconoscere, pur tuttavia, l'utilità di queste pattuizioni anche in una società a responsabilità limitata, l'eventuale configurazione di un patto parasociale in tale tipo di società sfugge alla disciplina prevista per i patti parasociali legislativamente previsti post-riforma per le società non quotate.

Se, come visto, infatti, un patto di co-vendita può tornare utile anche nell'ambito di una s.r.l., qualora i soci decidano di stipulare un patto

²⁸⁹Sul punto v. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 611.

²⁹⁰ Per un'analisi più approfondita con riguardo alla delimitazione temporale delle pattuizioni parasociali, v. *supra* nt. 247.

parasociale avente ad oggetto un patto di co-vendita, saremo – in ogni caso – fuori dalla fattispecie disciplinata dal c.c., poiché inapplicabile alle s.r.l.

Ma, ai nostri fini, è necessario restringere il campo d'analisi ad uno solo dei possibili accordi oggetto di un patto parasociale, quello che configura il c.d. sindacato di blocco. Come tale, a norma della disciplina del c.c.(art. 2341 *bis*, lett. *b*) c.c.) e del t.u.f. (art. 122, comma 5, lett.*b*)²⁹¹), si intende un accordo che persegue la finalità di porre limiti al trasferimento delle azioni al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società.

Basterebbe questo, invero, unitamente a quanto abbiamo *supra* evidenziato, per coglierne i tratti distintivi, seguendo, soprattutto, la nostra rivisitazione della comune interpretazione che - riconducendo i patti di co-vendita al vasto tema della prelazione societaria - conclude che anche in questo caso si tratterebbe di un tipo, seppur peculiare, di clausole limitative della circolazione delle partecipazioni societarie²⁹².

Senza tacere, peraltro, come vi siano perplessità anche sulla configurazione dei patti di co-vendita quali strumenti in grado di

²⁹¹ Il Testo Unico impone la pubblicazione delle seguenti, tassative, categorie di patti parasociali, in qualunque forma stipulati:

- a) quelli «aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto» (art. 122, co.1);
- b) quelli «che istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto» (*ivi*, co.5, lett. *a*);
- c) quelli «che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse» (*ivi* lett. *b*);
- d) quelli «che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari» di cui alla lettera precedente (*ivi*, lett. *c*);
- e) quelli «aventi ad oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su una società quotata o su una società che controlla una società quotata (*ivi*, lett. *d*)

²⁹² Secondo parte della dottrina, si tratterebbe per lo più di clausole di carattere per così dire «intermedio» tra clausole di prelazione pura ed un classico sindacato di blocco, essendo «pattuizioni finalizzate a prevenire il rischio che l'alienazione della partecipazione di uno dei paciscenti (in genere il socio di riferimento) abbia l'effetto di disgregare la compattezza della compagine sociale, senza però consentire un'immediata via d'uscita agli altri aderenti alla convenzione». Così A. Tucci, *Trasferimento di quote di società a responsabilità limitata e patti parasociali*, in *Riv. dir. soc.*, 2, 2007, p. 182, nt. 1. Invero tali clausole si differenziano profondamente dal genotipo della clausola di prelazione, per struttura e funzione, pur conservando taluni punti di contatto.

«stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società»²⁹³; questo dato potrebbe sussistere, a tutto voler concedere, nelle ipotesi in cui con l'attivazione di una clausola di co-vendita (sia essa *drag* o *tag*) il socio acquirente soddisfi un proprio interesse, quello cioè di ottenere oltre alle partecipazioni sociali, un ricambio della vecchia compagine societaria; ma dal punto di vista degli interessi di coloro che fanno, ancora, parte della società, queste pattuizioni costituiscono tecniche di salvaguardia di una *exit strategy* dalla società, dunque mezzi di tutela del disinvestimento della propria partecipazione in una società.

Se quanto affermato costituisce l'esito raggiunto, appare, a questo punto, utile interrogarsi sulla circostanza se i patti di co-vendita parasociali siano sempre e comunque da escludere dal novero dei limiti alla circolazione della partecipazione sociale, e se dunque potremmo ritenere esaurita l'analisi dei suoi caratteri.

Consapevoli della stretta connessione dell'analisi dei patti con la concreta formulazione dei patti medesimi, pare di poter affermare che, invero, occorre distinguere sulla base dei vari contenuti che le clausole presentano volta per volta²⁹⁴.

Sicché, non è da escludere che la categoria dei patti parasociali che pongono limiti al trasferimento delle partecipazioni possano assumere diverse configurazioni, quali, ad esempio, di patti che pongono limiti di carattere procedimentale (sotto la veste di accordi di preventiva consultazione e di obblighi di informazione circa l'intento di trasferire; di

²⁹³ Ciò vale ugualmente, sebbene sia a noi noto che la disposizione prevista dal legislatore all'art. 2341 *bis* c.c. si riferisca non a tutti i patti parasociali limitativi della circolazione delle azioni, ma solo a quelli che ciò fanno al precipuo fine di «stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società»

²⁹⁴ A tal proposito, ad esempio, secondo C. D'ALESSANDRO, in *Patti di «co-vendita»*, cit., pag.389, rientrerebbe in un'ipotesi di limite al trasferimento il caso di una clausola di *drag along* in cui il soggetto obbligato da un lato si impegna a vendere insieme allo stipulante, e dall'altro si obblighi a non farlo finché non lo faccia la controparte. Per contro non vi sarebbe alcun limite se nella concreta pattuizione il soggetto che si obbliga ad esser trascinato resti libero di disporre della propria partecipazione fino al momento in cui controparte abbia ricevuto una offerta di acquisto.

proporre un acquirente che offra condizioni analoghe e conseguente divieto di trasferire al primo acquirente a parità di condizioni); o anche limiti “condizionati”, che prevedano, ad esempio, l’obbligo, per chi intenda trasferire le proprie partecipazioni, di procurare contestualmente il trasferimento dei titoli di uno o più degli aderenti al patto o che danno diritto di offrire in vendita, oltre alle proprie, anche le partecipazioni di uno o più degli aderenti al patto²⁹⁵: si tratterebbe, in quest’ultimo caso, proprio dei patti di co-vendita²⁹⁶.

Ecco il motivo per cui i patti di co-vendita, anche parasociali, devono piuttosto essere intesi quali aventi una duplice caratterizzazione: da un lato sembrano creare veri e propri vincoli (non limitazioni) giuridici sulla partecipazione, ma d’altro canto una tale assimilazione non è vera in senso esclusivo, in quanto dalla configurazione di tale clausola, emergono diritti nuovi e diversi per taluni soci, tanto da costituire una fattispecie autonoma rispetto alle clausole solitamente tipizzate negli statuti e nei patti parasociali²⁹⁷.

Infatti, come si può argomentare dall’elaborazione ermeneutica registrabile a margine dell’art. 122 t.u.f., è da ritenere che le disposizioni sui

²⁹⁵ Cfr. V. DONATIVI, *Sub art. 2341 bis c.c.*, cit., p. 167, il quale distingue ulteriori configurazioni di patti con riguardo a limiti di natura temporale, assoluti (in forma di divieto di trasferire) o soggettivi (in forma di clausole di gradimento, di prelazione, di divieto di trasferire a soggetti diversi dagli aderenti o a soggetti non rispondenti a determinati requisiti).

²⁹⁶ A. PICCIAU, *Sub art. 122 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario* a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Milano, 1999, p. 862

²⁹⁷ Appare pur vero però che se intendiamo un patto di *tag along* quale accordo tra soci in virtù del quale taluni di essi si impegnano a far vendere anche gli altri soci che decidano di aderire alla vendita, realizzando una cessione unitaria delle azioni; e se ricostruiamo, pertanto, la vendita quale contratto sottoposto alla condizione sospensiva che nessun altro azionista decida di parteciparvi; allora non resta che un margine, seppur ristretto, per poter qualificare il suddetto patto in termini di patto di blocco in senso lato, posto che potrebbe risultare difficile trovare un acquirente disponibile all’acquisto dell’intero pacchetto azionario, giungendo così a limitare il diritto del socio (di riferimento) a vendere. Cfr. in tal senso E. MACRÌ, *Patto parasociale di prelazione e di co-vendita e denuntiatio*, in *Riv. dir. soc.*, 3, 2007, p. 103.

Altra cosa tuttavia sembrano essere i sindacati di blocco cioè che, non semplicemente limitano, bensì vietano (in via assoluta) il trasferimento delle partecipazioni sindacate.

Così come potremmo ascrivere un patto di *drag along* tra i patti parasociali limitativi della circolazione delle partecipazioni nelle ipotesi in cui il socio obbligato a co-vendere non sia libero di trattare la cessione delle proprie partecipazioni per conto proprio.

patti limitativi del trasferimento, vadano interpretate in senso ampio, al fine, cioè, di ricomprendere nel suo alveo tutte le ipotesi in cui, da un accordo delle parti, consegua l'ulteriore effetto di incidere in tutto o in parte sulla libera- ma sarebbe forse più adatto il termine "incondizionata"- circolazione dei titoli azionari (e, nel caso delle società quotate, degli strumenti finanziari che danno diritto ad acquistare o sottoscrivere i titoli stessi)²⁹⁸. Nella disposizione rientrano, cioè, non solo i patti che hanno per oggetto o per effetto, in modo diretto, la limitazione della circolazione ma anche quelli che un tale risultato realizzino in via indiretta.

Piuttosto che di sindacati di "blocco", allora, dovremmo parlare di patti "condizionanti" in varia misura la circolazione dei titoli, posto che non sono - o comunque non sempre - pregiudizievoli *in toto* della medesima.

Opportunamente e in coerenza con l'esigenza di trasparenza circa le situazioni di potenziale acquisizione di partecipazioni in società quotate o loro controllanti, la disciplina pubblicitaria si applica anche ai patti che pongono limiti al trasferimento delle azioni e a quelli che simili limiti pongono al trasferimento di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni di società quotata o di società controllante società quotata.

Tutte le volte, pertanto, in cui un patto di co-vendita sia incluso in un patto parasociale, certamente ne seguirà pure la disciplina, e ciò con riferimento in particolare ai limiti temporali, con la conseguenza che gli stessi non potranno essere stipulati -se a tempo determinato - per una durata superiore a cinque o tre anni; si intenderanno stipulati *ex lege* entro questa soglia temporale anche se le parti hanno previsto un termine superiore. In presenza di un patto con durata indeterminata resterà pur sempre riconosciuto il diritto di recedere a norma dell'art. 2341 *bis*, comma 2 c.c. e

²⁹⁸ Cfr. G. MEO, *Le Società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in Trattato di diritto privato, diretto da M. Bessone, v. XVII, p. 90.

dell'art. 123, comma 2, t.u.f., con onere di preavviso, rispettivamente, di centottanta giorni o sei mesi.

5. Patti di co-vendita e statuto

a) *Dalla clausola statutaria «parasociale» alla clausola parasociale «statutaria».*

Nonostante quanto affermato poc'anzi, è possibile porci ulteriori domande, in particolare sul tema della distinzione tra parasociale e sociale in relazione alla tematica oggetto del nostro studio.

Alla base di taluni dubbi interpretativi sul reale valore (inteso quale natura) di una clausola di co-vendita si pone, infatti, una questione molto cara alla dottrina commercialistica, ovvero la possibilità di configurare clausole che, seppur presenti materialmente in uno statuto sociale, conservino, ciononostante, natura parasociale. Il riferimento, pertanto, finora rimasto nell'ombra, è alla tematica dell'esistenza o meno di clausole «statutarie» parasociali²⁹⁹ e sulla configurabilità in tal senso delle clausole di co-vendita.

Appare, infatti, necessario domandarsi, in relazione a quanto premesso, se sia sufficiente l'introduzione nello statuto per conferire rilevanza sociale a tali accordi. Non si tratta di un mero esercizio teorico, in quanto come è stato già anticipato la distinzione tra ambito sociale e parasociale si apprezza specialmente sul piano dell'efficacia esterna attribuita alle pattuizioni stipulate tra i soci.

²⁹⁹ V. sul punto G. A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. Soc.*, 1991, p. 597; R. COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, p. 200.

Se si potesse rispondere ai quesiti sopra posti prendendo a parametro di riferimento esclusivamente le clausole in esame, probabilmente la possibilità di collocarle in quella peculiare fattispecie che si è denominata clausola «statutaria» parasociale non incontrerebbe particolari ostacoli; quasi si trattasse di un tipo di clausola parasociale orfana della sua collocazione *extra* statuto, il suo carattere bifrontico, nei termini in precedenza esposti di qualificazione in termini *et* contrattuali *et* organizzativi, potrebbe far propendere a qualificarla come clausola parasociale contenuta nello statuto sociale³⁰⁰.

Senonché, il problema si pone proprio sull'individuazione dei vari criteri utili a segnare il confine tra sociale e parasociale, da un lato, e ad individuare la categoria di clausole statutarie parasociali, dall'altro.

Se non è possibile affermare in tale sede l'esistenza in termini generali di tale ultima categoria, possiamo tuttavia interrogarci se effettivamente un patto di co-vendita possa avere questa duplice natura.

Nonostante i nostri dubbi interpretativi, e quelli della dottrina che li ha affrontati, la soluzione al quesito non può essere univoca, o quanto meno non sempre negativa³⁰¹.

In un atto costitutivo, o statuto che sia, è possibile infatti registrare la presenza di patti che senza dubbio hanno un'efficacia (o rilievo) sociale, e dunque reale; patti che tale rilievo non possono avere; e patti che possano ricoprire l'una e l'altra veste. Proprio su questa terza classificazione deve

³⁰⁰ Analogamente a quanto sostenuto da autorevole dottrina a proposito del valore di una clausola di prelazione, che avrebbe la duplice natura di regola statutaria e patto parasociale. La prima in quanto inerente al profilo organizzativo della società; la seconda in quanto attinente ad interesse individuale dei soci. La conseguenza di tale tesi sarebbe che la violazione delle clausole di prelazione potrebbe avere effetti sulla legittimazione del socio nei confronti della società, avendo un rilievo reale, ma non nei confronti degli altri soci che non hanno potuto acquistare, rispetto ai quali avrebbe solo valore obbligatorio. Si tratta della posizione di rilievo assunta da C. ANGELICI, in *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, vol. 2*, Torino, 1991, p. 143 (riferimenti testuali in C. F. GIAMPAOLINO, *op. cit.*, p. 163).

³⁰¹ R. COSTI, ad esempio ritiene senza riserve che non vi sia spazio per il parasociale nell'ambito del contratto sociale, e affida tale sua visione *tranchant* ad un criterio meramente formale tale per cui è sociale tutto ciò che è ricompreso nello statuto ed è parasociale tutto ciò che vi si trova al di fuori. Così, in *Patti parasociali e collegamento negoziale*, cit., p. 203.

appuntarsi la nostra attenzione, al di là delle etichette che per motivi di comodità espositiva e lustro dottrinario siamo indotti a rintracciare nel sistema.

Ecco perché riteniamo che, nelle ipotesi in cui una clausola di *drag along* o *tag along* trovi collocazione in statuto, appare nella maggior parte dei casi più una *quaestio voluntatis* rimessa all'interprete attribuire alle medesime rilevanza sociale o meno, e ciò nel senso che si prescinda dalla figura individuale del socio, per trovare applicazione anche nei confronti di tutti coloro che entreranno a far parte della compagine sociale. Sicché, allora, il discrimine sarà individuabile tramite la sua «afferenza impersonale alla partecipazione sociale», in luogo dell' «afferenza alla persona del parasocio»³⁰².

Orbene, nella generalità dei casi dal (criterio formale della) collocazione di una clausola nell'una o nell'altra sede di cui si discute deriveranno le note conseguenze in termini di efficacia; ma nel nostro caso, trattandosi di clausole peculiari, che è pur sempre nella facoltà dell'autonomia negoziale collocare o in statuto o in un accordo parasociale, tale considerazione non è confacente.

Provando, infatti, ulteriormente ad abbandonare il criterio che distingue sulla base del rilievo organizzativo o meno una clausola statutaria da una parasociale, appare possibile affermare che anche clausole che potrebbero incidere sulla circolazione delle partecipazioni, nel senso di una limitazione o, meglio come più “eversivamente” qui si ritiene, di un aggravamento in termini di circolazione, attinenti quindi in senso stretto ai rapporti tra soci, sono da considerare «oggettivamente sociali, in quanto consentono agli organi sociali di negare la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali e di non riconoscere il proprietario come socio»³⁰³.

³⁰² In questi termini si esprime G. A. RESCIO, *op. cit.*, p. 640.

³⁰³ Così C. F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine*, cit., p. 165. Sulla stessa linea di pensiero si collocano A. STABILINI – M. TRAPANI, *Clausole di drag along*, cit., p. 987 ss., secondo i quali, riprendendo temi cari all'analisi economica del diritto, ritengono che la clausola di *drag*

Pertanto, potremmo più correttamente concludere- con una curiosa inversione dei termini - col ritenere che nel caso di specie il problema non si pone nei termini di configurazione di una clausola c.d. statutaria parasociale, bensì più correttamente di clausola «parasociale» statutaria: al di fuori del caso classico in cui clausole di tal fatta si trovino collocate in statuto, acquisendo così la fisiologica e tipica efficacia delle clausole che ivi si trovano, nei casi di clausole di co-vendita poste in patti parasociali saremmo in presenza di clausole parasociali aventi valore statutario (e quindi sociale).

Concludendo, allora, l'impostazione a cui si ritiene di dover aderire, quanto alla natura sociale o in ogni caso parasociale delle clausole di co-vendita inserite in uno statuto, non inciderebbe sui termini della soluzione proposta³⁰⁴.

6. Modalità di inserimento nello statuto: maggioranza o regola unanime?

Specialmente nelle ipotesi in cui i soci provvedano ad un inserimento nello statuto, un patto di co-vendita viene, senza riserve in merito, elevato a regola dell'ordinamento societario, per tale via conoscibile da parte della collettività grazie alla pubblicità legale cui esso viene sottoposto in virtù del detto inserimento. L'acquisita valenza sociale attribuisce alle clausole un'efficacia *erga omnes*, posto che i suoi effetti saranno opponibili non solo

along tanto se inserita in statuto tanto se inserita in un patto parasociale, assume la configurazione di una *property rule*, con la conseguente efficacia reale che ne deriva.

³⁰⁴ Peraltro, anche un patto che sia espressione di una volizione parasociale, destinato, dunque, a vincolare solo i paciscenti, pur restando intimamente e funzionalmente parasociale, può assumere una rilevanza schiettamente sociale in tutti i casi in cui sia destinato ad incidere sugli assetti proprietari della società a cui si riferisce. Cfr. A. PICCIAU, *Sub art. 122 t.u.f.*, cit., p. 878.

ai soci che attualmente compongono la compagine sociale, ma altresì a tutti coloro che in futuro decideranno di entrare a farvi parte.

Da qui deriva la necessità di approfondire le modalità concrete, quanto al metodo richiesto, per l'introduzione di simili clausole, ovviamente in ipotesi in cui ciò avvenga, *durante societate*, con inserimento *ex novo* in statuto; in fase costitutiva, infatti, non si pone alcun problema, in quanto non può che esservi l'unanimità dei consensi dei soci fondatori.

La soluzione del problema non può che essere influenzata dalla adesione o meno alla teoria che ascrive i patti in esame alla categoria delle clausole che comportano limiti alla circolazione delle partecipazioni sociali, al pari del diritto di prelazione e della clausola di gradimento.

Con riferimento all'introduzione di limiti o condizioni alla circolazione delle azioni, nel periodo ante-riforma del diritto societario, la giurisprudenza e la dottrina si dividevano equamente il campo.

La prima, infatti propendeva per un procedimento, in senso lato, aggravato, riconoscendo in sostanza a ciascuno dei soci un potere di veto; sosteneva difatti strenuamente la necessità che tali clausole trovassero via d'ingresso solo in presenza del consenso unanime dei soci³⁰⁵, ponendo a fondamento del proprio orientamento la circostanza che si trattava di clausole che potevano incidere su diritti individuali (*rectius* soggettivi) dei soci.

Per contro la dottrina, sostenendo che tali pattuizioni erano, invero, attinenti ad un profilo organizzativo della società, riteneva sufficiente la maggioranza dei consensi³⁰⁶.

La riforma del diritto societario pare essersi attestata, con scelta molto netta, proprio sulla seconda posizione.

Questa conclusione dovrebbe trovare conforto nel dato letterale dell'art. 2437, comma 2, lett.*b*, c.c., nella parte in cui ha previsto per le

³⁰⁵ Cfr. Cass. 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. Comm.*, II, 1997, p. 580.

³⁰⁶ Per gli orientamenti pre-riforma v. P. DIVIZIA, *op. cit.*, p. 170, nt. 31. Cfr. su tutti G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 248.

società per azioni la possibilità di introdurre (o rimuovere) vincoli alla circolazione dei titoli azionari, riconoscendo tuttavia ai soci che non hanno concorso all'approvazione della relativa delibera il diritto di sciogliere unilateralmente il rapporto sociale, esercitando il diritto di recesso.

Ciò vuol dire che una simile delibera potrebbe reggere pur se approvata a maggioranza³⁰⁷.

Si è preferito, dunque, attribuire preminenza all'interesse di tipo organizzativo, garantito dalla clausola statutaria, piuttosto che quello del singolo socio alla libera trasferibilità delle partecipazioni³⁰⁸.

Se quanto ora affermato non è revocabile in dubbio, si dovrebbe pacificamente concludere per l'introduzione (o rimozione) a maggioranza finanche delle clausole di co-vendita.

Tuttavia, l'orientamento illustrato regge finché manteniamo fermo il presupposto di base, ossia che anche le clausole di *drag along* e *tag along* siano clausole che pongono vincoli alla circolazione delle partecipazioni sociali. Ebbene, come si è avuto modo di illustrare già in precedenza, una tale assimilazione è da escludere in modo pieno e *de plano*.

Con il conforto di un recente orientamento del Tribunale di Milano, uno dei pochissimi pronunciati sul punto, così ragionando si verrebbero a cogliere soltanto talune sfumature delle clausole in esame, restando fuori dal campo l'ulteriore e fondamentale profilo attributivo di diritti soggettivi nuovi e ulteriori rispetto alle classiche ipotesi limitative della circolazione delle partecipazioni sociali. Il distacco da queste ultime è, all'evidenza, ancor più percepibile considerando che esse non comportano alcuna soggezione all'altrui iniziativa di vendita; sicché la permanenza di un socio

³⁰⁷ Conforta in tal senso anche la Massima del Consiglio Notarile del Triveneto, H.I.8: «Salvo che lo statuto di un s.p.a. non disponga diversamente, l'introduzione, la modifica e la soppressione della clausola di gradimento è deliberata dall'assemblea straordinaria con le maggioranze e le modalità per essa normalmente previste. Non è pertanto necessaria l'unanimità. I soci che non hanno concorso all'approvazione delle delibere riguardanti il vincolo di gradimento hanno diritto di recesso, salvo che lo statuto disponga diversamente, reperibile sul sito www.trivenetogiur.it.

³⁰⁸ Cfr. sul punto G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 494.

all'interno della società non è sottoposta all'arbitrio (seppur non mero) di altri soci³⁰⁹; se un vincolo sussiste è pur sempre meno stringente di quello previsto in virtù di prelazione e gradimento.

Da qui deriva l'affermazione, già in precedenza esposta, che tali accordi non creano "limiti", bensì "vincoli".

Orbene, posto che un'assimilazione tra patti di co-vendita e clausole limitative della circolazione delle partecipazioni sociali, in tutto e per tutto, è da escludere, e che le clausole in esame non costituiscono limiti alla circolazione delle partecipazioni³¹⁰ - che ammettono, invece, un'introduzione a maggioranza - ne deriva quanto segue.

Oltre a quanto si è cercato di porre in evidenza, sinora, nel corso della presente trattazione, le clausole *de quibus* si distinguono, pertanto, in via ulteriore dalle cugine clausole limitative per la modalità di introduzione nello statuto. Posto, infatti, che si tratta di materia sottratta alla maggioranza dei soci, con conseguente inapplicabilità del rimedio ex art. 2437, comma 2, lett. b), c.c., l'unico modo per consentire l'ingresso in statuto delle clausole di co-vendita è costituito dal consenso unanime dei soci, non perché sia richiesta una maggiore ponderazione delle conseguenze derivanti dall'operatività di simili clausole, quanto piuttosto perché in quei consensi non può mancare, soprattutto e specificamente, anche quello dei soci che verrebbero a subire le conseguenze del trascinarsi o che, simmetricamente, beneficerebbe del diritto di accodamento^{311 312}.

³⁰⁹ Cfr. Trib. Milano, 24 marzo 2011, in *Notariato*, 4, 2011, p. 397.

³¹⁰ Da ciò ne deriva che non troverà applicazione l'ultimo comma dell'art. 2355 *bis* c.c., quindi dal titolo non dovrà risultare alcuna limitazione al trasferimento.

³¹¹ Riterremmo altresì che potrebbe esser sufficiente, a tutto voler concedere, e in via residuale, il consenso raccolto per via maggioritaria, purché in esso sia ricompreso anche quello dei soci che subiscono le conseguenze negative della co-vendita, generalmente intesa.

³¹² La medesima posizione è condivisa dalla Massima del Consiglio Notarile del Triveneto I.I.25, secondo cui «le clausole statutarie che impongono a determinati soci di minoranza, l'obbligo di cedere ad un giusto prezzo le loro partecipazioni nel caso in cui altri soci, ad esempio quelli di maggioranza, decidano di alienare le loro sono legittime a condizione che siano adottate con il consenso di tutti i soci».

CONCLUSIONI

I patti di co-vendita sono accordi, di matrice anglosassone, che è dato riscontrare con sempre maggior frequenza, nella prassi delle società di capitali, anche nel nostro ordinamento. Non hanno carattere unitario, posto che al loro interno convivono due anime: *drag* e *tag along*.

Più precisamente, si tratta di creazioni frutto dell'autonomia privata, non riduttivamente mere clausole, ma più precisamente elaborazioni negoziali complesse, ben articolate, aventi ad oggetto termini e condizioni per il trasferimento di partecipazioni sociali, nelle quali è previsto, finanche, un sistema di rimedi al fine di evitare situazioni di stallo – c.d. *deadlock* – all'interno della compagine sociale ovvero meccanismi per sventare il pericolo di inefficacia della clausola medesima.

La dottrina³¹³, in particolare, ha definito le clausole-negozio come «quelle clausole le quali, benché inserite in un più ampio regolamento contrattuale, soddisfino da sole tutti i requisiti di una fattispecie fornita degli elementi necessari alla produzione di effetti previsti dall'ordinamento giuridico e, quindi, idonee a vivere di vita autonoma: né più né meno che alla stregua di un autonomo contratto»

A differenza, tuttavia, delle classiche e note clausole rinvenibili negli statuti o in accordi parasociali, ascrivibili tra quelle che comportano veri e propri limiti alla circolazione delle partecipazioni sociali, quelle esaminate prevedono non solo, o non tanto, limiti *tout court* ma soprattutto particolari condizioni per il trasferimento delle partecipazioni sociali, in ragione della funzione economico-sociale che sono chiamate a svolgere nella vita societaria.

³¹³ S. MAZZAMUTO, *Questioni sparse al confine tra diritto comune e diritto societario*, in *Contratto e impresa*, 2006, p. 1512. Secondo l'A. tra gli esempi di clausole-negozio rientrerebbero la clausola compromissoria, la clausola penale, il patto di non concorrenza e la clausola di prelazione. Oggi, riteniamo possano rientrare in tale classificazione anche i patti di co-vendita.

Con tali clausole si crea un procedimento che determina la sostituzione integrale della compagine sociale o perché il socio obbliga l'altro a vendere o perché l'altro ha il diritto di vendere. Ma, si tratta solo di una delle possibili funzioni che tali accordi possono assolvere.

Ciò che ci ha spinto ad un'analisi sul tema è stata la circostanza che nel panorama giuridico interno nessuno degli strumenti tipici o atipici, ivi previsti, consente di giungere al risultato di un'alienazione congiunta e coordinata da parte di più soggetti di azioni o quote con la stessa immediatezza che si ottiene, invece, con l'elaborazione di un accordo di co-vendita.

Infatti, specie in ipotesi di asimmetrie d'interessi, che scaturiscono da asimmetrie di valori in gioco, gli strumenti conosciuti nella prassi e, sinora, nel nostro ordinamento potrebbero non esser idonei, o quanto meno non adeguati, per la realizzazione di scopi precipui quali il condizionamento di comportamenti dell'altra parte contrattuale.

Non confacente ai nostri scopi il patto di prelazione, posto che essa, di regola, vincola la facoltà di scegliere il soggetto con cui concludere il contratto, che altrimenti sarebbe libera; né una clausola di gradimento, posto che persegue le medesime finalità della prelazione, ma con un diverso meccanismo operativo; né, tanto meno, la previsione di un divieto di alienazione, che impedisce in radice l'alienazione delle partecipazioni.

Da qui il pregio di un'analisi del tema prescelto.

Non vi è alcun dubbio che terreno di elezione degli accordi di co-vendita sia la prassi societaria, e in particolare quella degli accordi parasociali (anzi, ciò accade tipicamente); non è inusuale, tuttavia, rintracciarli negli stessi statuti sociali, secondo quella tendenza che abbiamo sopra definito della trasmigrazione dall'ambito parasociale a quello sociale, che rappresenta territorio fertile per l'autonomia negoziale, specie in seguito alla riforma del diritto delle società di capitali, che ha previsto un termine di durata massima per i patti parasociali

Quanto all'ambito di applicazione, si ritiene che tali clausole possano svolgere anche nelle s.r.l. un ruolo fondamentale, quello, soprattutto, di risoluzione di conflittualità esistenti nella piccola industria di tipo familiare.

Nella maggior parte dei casi, invero, trovano diffusione in ipotesi di contratti di acquisizioni di partecipazioni sociali³¹⁴, e nei conseguenti accordi tra acquirenti/investitori.

Nel momento in cui due o più parti si accingono a negoziare e concludere un contratto avente ad oggetto il trasferimento della partecipazione sociale ovvero un contratto di *joint venture*, essi possono trovarsi dinanzi, rispettivamente, all'esigenza di stabilire i termini di un'eventuale trasferimento della medesima, da un lato, e le regole di *governance*, dall'altro. In queste ipotesi peculiari, l'interesse delle parti può essere quello di prevedere, disciplinandoli in anticipo, le eventuali vie di fuoriuscita dalla compagine sociale, fissando regole per la cessione della partecipazione e ciò perché gli interessi, originariamente convergenti, non sempre permangono tali *durante societate*.

Si è visto che ad influenzare il dibattito circa la natura giuridica di tali patti, vi è anche il tema della ricostruzione della fattispecie in termini meramente contrattuali, ovvero anche organizzativi.

Tuttavia, non è possibile propendere per l'una o l'altra configurazione in modo netto.

Queste peculiari clausole non esauriscano, infatti, la loro funzione nel dettare regole meramente organizzative o di funzionamento all'interno dei rapporti della compagine sociale; attribuiscono, in aggiunta a tale funzione, ora al socio di maggioranza, ora a quello di minoranza, veri e propri diritti (soggettivi), nuovi e ulteriori rispetto all'organizzazione sociale in senso stretto, espressione del loro carattere (anche) negoziale.

Con i patti di co-vendita si ottiene, inoltre, il fondamentale risultato di avere adeguata certezza della sorte della propria partecipazione,

³¹⁴L. FABBRINI, *Validità, cit.*, p. 1034.

indipendentemente dall'entità di questa o dal fatto di aver partecipato attivamente alle negoziazioni per la cessione.

Le due sotto-figure che costituiscono le *species* dei patti di co-vendita sono ipotesi sotto molteplici punti di vista alquanto simili, differenziandosi principalmente sotto il profilo della struttura e del funzionamento.

Vediamo allora di riepilogare, schematicamente, le fondamentali differenze.

- Definizione:

Le clausole di *drag along* consistono in clausole in forza delle quali un socio, il 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 – grazie alle stesse clausole – le medesime condizioni contrattuali e il medesimo prezzo unitario ottenute dalla propria contrattazione. Attraverso tali accordi allora i soci di maggioranza acquistano il diritto di negoziare non solo la cessione delle proprie partecipazioni ma anche quelle degli altri soci, i quali per converso risulteranno obbligati a cederle al terzo, appunto alle medesime condizioni e al medesimo prezzo (pro quota) pattuiti dai soci venditori. Per tale motivo prendono il nome anche di patti di trascinamento. A fronte di tale posizione soggettiva passiva, tuttavia, i soci di minoranza non destinatari della prima offerta conseguiranno l'utilità di vedersi attribuita una parte della ricchezza che il socio di maggioranza percepisce dal terzo acquirente, ossia una parte del premio di controllo.

Specularmente con la clausola di *tag along*, invece, letteralmente “accodamento”, si riconosce a taluni soci, solitamente di minoranza, il diritto di cedere la propria partecipazione, o più precisamente il diritto - per così dire - ad esser trascinati (o più propriamente, di accodarsi), cioè il diritto di ottenere la cessione anche della propria partecipazione sociale al

terzo che abbia già negoziato con gli altri soci l'acquisto delle altre partecipazioni .

In questo modo si attribuisce allora a quei soci il diritto a profittare delle condizioni contrattuali che è riuscito a spuntare il socio di maggioranza, in occasione della vendita della partecipazione rilevante.

- Potere d'iniziativa economica

In entrambi i casi l'iniziativa economica a fondamento del presupposto applicativo, in termini generali, degli accordi di co-vendita, è in mano ai soci di maggioranza, i quali sono mossi dall'interesse egoistico di piazzare sul mercato la propria quota di partecipazione, ma mentre nell'un caso – *drag along* – il socio di minoranza sarà trascinato nella negoziazione, essendo direttamente coinvolto nella contrattazione tra socio maggioritario e terzo in virtù di un contratto di mandato; nell'altro, *tag along* il socio di minoranza conserva un margine di libertà/discrezionalità nella conclusione dell'affare, potendo persino decidere di rimanere socio della società, rifiutando l'offerta irrevocabile d'acquisto del terzo.

- Ambito di applicazione

Quanto alle clausole di *tag along* si ritiene in dottrina, come su affermato, che trovano diffusione nelle *holding*, dove ci sono soci con peso diverso, la partecipazione al capitale dei quali potrebbe risultare irrilevante per il controllo della società, con il rischio di perdere il proprio valore in quanto poco appetibile sul mercato se non venduta congiuntamente ad altre.

Le clausole di *drag along*, invece, trovano per lo più applicazione in operazioni di *venture capital*, laddove il partner finanziario, le banche d'affari o il fondo d'investimento, sono accomunati dall'intendere la partecipazione societaria come forma d'investimento finanziario, consistente nella remunerazione del capitale investito. Il fine speculativo che caratterizza tali operazioni conduce dunque, a breve o medio termine, alla rivendita della detta quota di partecipazione di minoranza a terzi, che

rappresentano coloro più prettamente interessati alla gestione della società (c.d. partner industriali).

Senza dimenticare, peraltro a parere di chi scrive, anche l'utilità di simili pattuizioni nell'ambito persino delle s.r.l. ampiamente diffuse nel nostro sistema economico.

- Schemi contrattuali di riferimento forniti dall'ordinamento

Abbiamo, infine, esaminato come in verità non si tratti di semplici patti o di mere clausole, ma più precisamente di clausole-patti, ossia di elaborazioni negoziali complesse, ben articolate, aventi ad oggetto termini e condizioni per il trasferimento di partecipazioni sociali, nelle quali è previsto finanche un sistema di rimedi al fine di evitare situazioni di stallo – c.d. *deadlock* – all'interno della compagine sociale

Sicché la peculiarità degli interessi in gioco, oltre all'asimmetria dei medesimi, che danno origine a questa particolare categoria di clausole, fanno ben emergere il carattere innominato (o atipico) di tali accordi, che con molta probabilità, stante anche le prospettive di utilizzo futuro e la maggior diffusione auspicabile, non sfuggono ad una certa tipizzazione sociale.

Nel tentativo dunque di ricondurre sotto taluni figure negoziali tipiche del nostro ordinamento, si è osservato quanto segue.

Nell'ipotesi in cui lo scopo perseguito sia quello soprattutto di vincolare la controparte a seguire le iniziative dello stipulante, *drag along*-lo schema fisiologicamente più rispondente è sembrato essere quello del mandato a vendere, in particolare del mandato *in rem propriam*, ove l'incarico dato al mandatario è dato anche nell'interesse del mandatario stesso (art. 1723, comma 2 c.c.), reso dalla stessa legge irrevocabile .

Ma c'è un'ulteriore connotazione del mandato di cui si tratta che vale il caso di sottolineare. La fattispecie analizzata si presenta, infatti, quale mandato a disporre con diligenza *quam suis*, cioè di un mandato che affida al mandatario anche il compito di reperire non solo l'acquirente, ma

di negoziare termini e condizioni del negozio gestorio da concludere con la controparte, essendo l'unico vincolo quello di spuntare condizioni non meno favorevoli di quelle negoziate per sé.

Con riguardo, soprattutto, alle clausole di accordamento non vi è un'unica soluzione prospettabile, né, *a fortiori*, è da escludere la possibile combinazione di una pluralità di schemi negoziali.

Ciononostante, senza distinguere caso per caso, la figura che sotto il profilo strutturale maggiormente consente di soddisfare gli interessi delle parti è rappresentata dalla promessa del fatto del terzo: il socio obbligato alla co-vendita, di maggioranza, si impegna a procurare l'alienazione anche delle quote del socio minoritario alle medesime condizioni da lui pattuite.

Attraverso la predisposizione contrattuale della promessa del fatto o dell'obbligazione del terzo, infatti, il socio di maggioranza assume su di sé il peso della condotta posta in essere dal terzo. Seguendo l'orientamento che ricostruisce la fattispecie *de quo* in termini di obbligazione di garanzia, e non di autonoma obbligazione di *facere*, il socio maggioritario assicura, quindi, che il terzo procederà ad acquistare anche le quote del socio di minoranza. In tal modo, cioè, il socio di maggioranza prende in carico un obbligo di garanzia, consistente nell'assunzione del rischio della non esecuzione di ciò che egli stesso ha promesso.

Per necessità, l'analisi delle clausole di *tag along* ha avuto quale ideale punto di riferimento quanto avevamo già osservato per le sorelle maggiori, le clausole di *drag along*.

Infatti, se quest'ultime hanno costituito terreno privilegiato di indagine soltanto di recente, per le clausole di *tag along* il dibattito dottrinale è ancora meno diffuso, e le pronunce giurisprudenziali sostanzialmente inesistenti.

Con molta probabilità, la ragione della superiore affermazione è da rintracciare non solo, o non tanto, in un'analisi condotta in controtela rispetto alle clausole di *drag along*, ma anche nell'ulteriore circostanza che

esse non presentano le medesime esigenze di tutela dei soci che abbiamo visto, invece, presenti nelle clausole di *drag along*; il soggetto forte, per una volta, è quello di minoranza.

Uno degli argomenti chiave del nostro studio ha avuto ad oggetto la valorizzazione dell'azione del socio trascinato, e abbiamo osservato come appare difficile dimostrare che nel nostro ordinamento esista un principio, o meglio, il principio generale per cui: se un socio assume l'impegno di uscire dalla compagine sociale per il tramite dell'attivazione di una clausola di co-vendita, egli non può, a pena di nullità (virtuale) del negozio, conseguire meno di quanto avrebbe conseguito in caso di esercizio del diritto di recesso. I criteri ivi previsti possono venire in rilievo solo quali parametri di carattere residuale, ossia in mancanza di altri.

Qualora, i soci volessero, auspicabilmente, salvaguardare in modo definitivo la previsione oggetto della clausola, non resterebbe, allora, che disciplinare in concreto, cioè nello statuto, e con precisione, i criteri di valutazione ai quali ci si dovrà in futuro attenere per quantificare il valore delle quote da trascinare.

Nulla esclude, peraltro, che i soci, liberi da pressioni normative alla luce dell'inesistenza di principi inderogabili a tutela del valore di liquidazione delle azioni, convenzionalmente possano riferirsi, nella stesura della clausola di trascinamento proprio al valore previsto in tema di recesso; ma non c'è, per ciò solo, contraddizione con quanto affermato nel testo, posto che in questo caso un tale valore rappresenta un parametro scelto in via negoziale.

Alla domanda, pertanto, per cui sarebbe legittimo che un socio ottenesse comunque non meno, a pena di nullità del negozio, di quanto avrebbe conseguito in caso di esercizio del diritto di recesso, abbiamo dato risposta negativa. Se il *drag along* suscitasse necessità di tutela analoghe a quelle sottese al recesso, non potremmo che applicare i criteri di valorizzazione dell'art. 2437 *ter*. Ma perché non lasciare liberi i soci, nel

momento in cui viene negoziato il testo dello statuto o raggiunto l'accordo su un patto parasociale, di decidere se optare per regole di valorizzazioni diverse?

Lo statuto, allora, rappresenta uno degli strumenti più idonei ai nostri fini, specie per modificare convenzionalmente i criteri di legge, ove esistenti, con il consenso delle parti

Il cuore dell'analisi dei patti di co-vendita ha trovato il momento più complesso di elaborazione con riguardo certamente al procedimento di formazione del prezzo in tema di patti di *drag along*.

Infatti, il prezzo di acquisto del pacchetto azionario del socio di minoranza viene solitamente previsto in misura pari a quello contenuto nella proposta di acquisto formulata dal terzo e indirizzata al socio (non di minoranza) ma di maggioranza; il socio di minoranza viene così a subire una peculiare modalità di determinazione di un elemento essenziale del contratto, quale il prezzo, denominata in dottrina arbitraggio di parte.

Seguaci di coloro che propendono per la tesi dell'ammissibilità di un'ipotesi di tal fatta, con l'avallo della dottrina e della giurisprudenza, abbiamo ritenuto che il fenomeno della determinazione unilaterale della parte costituisce una forma di esplicazione del potere di autonomia negoziale riconosciuto alle parti dall'ordinamento. Al fine di salvare tale determinazione è necessario, in ogni caso, agganciare l'elaborazione del prezzo a dati oggettivi, che qualunque essi siano devono, in ogni caso, essere esternati.

Nel corso della trattazione si è, inoltre, cercato di contrastare l'orientamento maggioritario, sul tema, che riconduce tali patti alle clausole limitative della partecipazione sociale. Invero, più che di semplice vincolo alla circolazione, nella fattispecie si rinviene un "aggravamento" o un "intralcio" della posizione del socio di minoranza; pur non essendo revocabile in dubbio che un simile congegno negoziale finisca con l'incidere sulla libera disponibilità della partecipazione da parte del socio di

minoranza, esso è tuttavia maggiormente incentrato su un meccanismo di vendita forzosa, se solo si pensa che il titolare azionario è sottoposto all'altrui iniziativa di vendita (segnatamente quella del socio di maggioranza a cui favore è prevista la clausola).

La clausola, attraverso il complesso contenuto che la caratterizza, comporta, infatti, uno stato di soggezione più o men prolungato del socio di minoranza al potere degli altri soci di determinare la stessa cessazione del rapporto sociale. Ecco il motivo per cui, stante l'impatto di una simile clausola sulla posizione giuridica del socio trascinato, non si può certamente prescindere dal suo consenso per la previsione della clausola, come vedremo.

Pertanto, i patti di co-vendita, anche parasociali, devono piuttosto essere intesi quali aventi una duplice caratterizzazione: da un lato sembrano creare veri e propri vincoli (non limitazioni) giuridici sulla partecipazione, ma d'altro canto una tale assimilazione non è vera in senso esclusivo, in quanto dalla configurazione di tale clausola, emergono diritti nuovi e diversi per taluni soci, tanto da costituire una fattispecie autonoma rispetto alle clausole solitamente tipizzate negli statuti e nei patti parasociali.

Dal distacco prospettato rispetto alle clausole limitative della circolazione, deriva un'ulteriore differenza in punto di modalità di introduzione in statuto. Essendo materia sottratta alla maggioranza, con conseguente inapplicabilità del rimedio previsto dall'art. 2437, co. 2 lett. b), la via d'ingresso in statuto è costituita da una deliberazione adottata con il consenso unanime dei soci: non può mancare il consenso del socio che verrebbe trascinato né di quello cui verrebbe riconosciuto il diritto di accodamento.

Concludendo, le maglie del nostro ordinamento si sono, così, aperte a queste due nuove fattispecie, anche, e soprattutto, a beneficio dei soci delle società non quotate nei mercati regolamentati.

In una realtà economica, come la nostra, capace di assimilare e recepire gli stimoli giuridici provenienti da oltre confine, non è difficile immaginare – quando piuttosto non auspicabile – l'ampia diffusione di questa tipologia di accordi, specie nella sede statutaria.

Solo la prassi applicativa, con la sua evoluzione, e il tempo ci daranno ulteriori spunti di riflessione e approfondimento sull'argomento.

BIBLIOGRAFIA

ALPA Guido – MARTINI Roberto, *Oggetto e contenuto*, in *Il contratto in generale*, in *Trattato di diritto privato* diretto da M. Bessone, vol. XIII, t. III, Torino, 1999, p. 369 ss.

BARENGHI Andrea, *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, Napoli, 2005

BELLANTUONO Giuseppe, *Indeterminatezza dell'oggetto e incompletezza contrattuale*, in *Foro Italiano*, 2007, I, p. 1699

CAMPOBASSO Gian Franco, *Prelazione societaria e trasferimento a titolo gratuito di quote di s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1998, 14, p. 17

COSTI Renzo, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, I, p. 200

CRISCUOLO Fabrizio, *Arbitraggio e determinazione dell'oggetto del contratto*, Napoli, 1995, p. 340

D'ALESSANDRO Carlo, *Patti di «co-vendita» (tag along e drag along)*, in *Rivista di diritto civile*, 2010, 4, p. 373

De LUCA Nicola, *Validità delle clausole di trascinamento (“drag along”)*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2009, II, p. 174

DE NOVA Giorgio, *I contratti atipici e i contratti disciplinati da leggi speciali: verso una riforma?*, in *Il contratto alieno*, Torino, 2008, p.63

Di BITONTO Cosimo, *Clausola statutaria di c.d. “drag along”: chi era costei?*, in *Le Società*, 2008, 11, p. 1373

Di BITONTO Cosimo, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Le Società*, 2008, 4, p. 415

Di FEBO Agostino, *Clausola statutaria di prelazione e trasferimento a titolo gratuito delle partecipazioni sociali*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2006, I, p. 441

DIVIZIA Paolo, *Clausole statutarie di co-vendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2009, 2, p. 157

DIVIZIA Paolo, *Clausole di tag along e drag along e modalità di introduzione nello statuto*, in *Notariato*, 2011, 4, p. 395

DONATIVI Vincenzo, *Sub. art. 2341-bis c.c.*, in *Società di capitali, Commentario* a cura di G. Niccolini - A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, p. 156

FABBRINI Lorenzo, *Validità delle clausole statutarie di “drag along”*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2009, II, p. 1029

FASOLINO Stefano, *Clausole di prelazione «impropria» e determinazione del prezzo*, in *Le Società*, 1997, 1, p. 25

FELLER Alessandra, *Sub art. 2469 c.c., Trasferimento delle partecipazioni*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005, p. 344

GABRIELLI Enrico, *L'oggetto del contratto*, in *Commentario al codice civile* diretto da P. Schlesinger, Milano, 2001, *sub art.* 1346-1349 c.c., 87ss

GALGANO Francesco, *Contratto e persona giuridica nelle società di capitali*, in *Contr. e impr.*, 1996, 1, p.1ss.

GALGANO Francesco, *Contrattualismo e no per le società di capitali*, in *Contr. e impr.*, 1998,1, p. 1ss.

FICI Antonio, *Il contratto "incompleto"*, Torino, 2005, p. 54

GIAMPAOLINO Carlo Felice, *Clausola di co-vendita ("drag along") ed equa valorizzazione dell'azione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2009, p. 523 ss. (commento Lodo Arbitrale 29 Luglio 2008)

GIAMPAOLINO Carlo Felice, *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Rivista delle Società*, 2008, 1, p. 148

IBBA Carlo, *L'interpretazione degli statuti societari tra criteri oggettivi e criteri soggettivi*, in *Riv. Dir. civ.*, 1995, p. 525.

LEOCATA Marco, *L'opzione e la prelazione societaria dopo la riforma: tra nuove e vecchie questioni (parte I)*, in *Le Società*, 2008, 5, p. 543

LEOCATA Marco, *L'opzione e la prelazione societaria dopo la riforma: tra nuove e vecchie questioni (parte II)*, in *Le Società*, 2008, 6, p. 684

MACRÌ Enrico, *Patto parasociale di prelazione e di co-vendita e denuntiatio*, in *Rivista di diritto societario*, 2007, III, p. 102

MANGANELLI Paolo, *Pattuizioni particolari tra acquirenti e venditori*, in *I contratti di acquisizione di società e di aziende*, a cura di U. Draetta – C. Monesi, Milano, 2007, p. 591 ss.

MAZZAMUTO Salvatore, *I patti parasociali: una prima tipizzazione legislativa*, in *Contr. e impr.*, 2004, 3, p. 1097

MAZZAMUTO Salvatore, *Questioni sparse al confine tra diritto comune e diritto societario*, in *Contr. e impr.*, 2006, 6, p. 1485

MELI Vincenzo, *sub art. 2355 bis*, in *Società di capitali. Commentario* (a cura di) G. Niccolini – A. Stagno D'Alcontres, 2004, p.336

MEO Giorgio, *Le Società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. Bessone, v. XVII, p. 77

MOSCARINI Lucio V., *Il contratto a favore del terzo*, in *Il codice civile Commentario*, Milano 1997.

NOTARI Mario, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, p. 610 ss.

PAVONE LA ROSA Antonio, *Brevi osservazioni in tema di limiti statutari alla circolazione delle azioni*, in *Rivista delle Società*, 1997, p. 633.

PICCIAU Alberto, *Sub. art. 122 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario* a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Milano, 1999, p. 862 ss.

PONTI Luca – PANELLA Paolo, *La preferenza nel diritto societario e successorio*, Milano, 2003, p. 221 ss.

RESCIO Giuseppe Alberto, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Rivista delle società*, 1991, p. 596 ss.

RIZZI Antonio, *Interpretazione del contratto e dello statuto societario*, Milano, 2002

ROSSANO Luca, *La natura e la validità della clausola di “drag along”*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2010, 3, p. 124 ss.

SICCHIERO Gianluca, *La distinzione tra meritevolezza e liceità del contratto atipico*, in *Contr. e impr.*, 2004, p.549 ss.

SALAFIA Vincenzo, *Squeeze out statutario*, in *Le Società*, 2007, 12, p. 1450 ss.

STABILINI Alessandra – TRAPANI Matteo, *Clausole di “drag along” e limiti all’autonomia privata nelle società chiuse*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2010, 4, p. 949 ss.

TUCCI Andrea, *Trasferimento di quote di s.r.l. e patti parasociali*, in *Rivista di diritto societario*, 2007, 2, p. 182 ss.

VALERIANI Alberto, *Clausole di prelazione nella s.r.l. dopo la riforma*, in *Notariato*, 2003, 6, p. 613

VENTORUZZO Marco, *Sindacati di voto “a tempo indeterminato” e diritto di recesso dei paciscenti nelle società a responsabilità limitata*, in *Giur. Comm.*, I, 2006, p. 573 ss.

WEIGMANN Roberto, *Clausola statutaria di covendita* (nota a Trib. Milano, 1 Aprile 2008), in *Giurisprudenza italiana*, 2009, 2, p. 384 ss.