

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO

Scuola di Dottorato in Scienze Giuridiche

Curriculum di Diritto Commerciale – XXVIII ciclo

INTRODUCIBILITÀ A MAGGIORANZA DELLA CLAUSOLA *DRAG ALONG*

Tesi di dottorato di:

Filippo Arata

Tutor e referente del Curriculum di Diritto Commerciale:

Chiar.mo Prof. Roberto Sacchi

A.A. 2014/2015

INDICE

I. LA CLAUSOLA DI <i>DRAG ALONG</i>	4
1.1 Premessa.....	4
1.2 Brevi cenni sulla funzione dello strumento.....	9
1.3 Brevi cenni sulla meritevolezza della clausola ex art. 1322 cod. civ.	11
1.4 La ricerca di una sua qualificazione: sia contrattuale	18
1.5 (segue): sia societaria	32
II. L'INTRODUZIONE A MAGGIORANZA DELLA CLAUSOLA DI <i>DRAG ALONG</i>	40
2.1 Breve premessa.....	45
2.2 L'introduzione forzata della clausola di drag along come strumento di incentivo al disinvestimento: il concetto di exit passivo	59
2.3 La clausola di drag along non si esaurisce in un mero vincolo alla circolazione delle partecipazioni	74
2.4 La clausola di drag along non è neppure assimilabile alle azioni riscattabili	79
2.5 Lo scioglimento (potenzialmente anch'esso forzoso) della società di capitali e gli effetti assimilabili all'introduzione della clausola <i>drag along</i>	94
2.6 La portata del diritto della maggioranza di deliberare lo scioglimento della società.....	104
III. LA PREVISIONE DI UN <i>FLOOR</i> STATUTARIO PER IL DISINVESTIMENTO DEL SOCIO TRASCINATO	123
3.1 L'esigenza di tutelare il socio trascinato attraverso una equa valorizzazione.....	123
3.2 La chiave di lettura offerta dall'art. 2497-quater, lett. c), cod. civ.	131
3.3 L'eventuale incongruità del prezzo offerto dal terzo e la tutela ex post in favore del socio di minoranza.....	138

CAPITOLO 1

LA CLAUSOLA DI *DRAG ALONG*

1.1 Premessa 4 - 1.2 Brevi cenni sulla funzione dello strumento 9 - 1.3 Brevi cenni sulla sua meritevolezza della clausola ex art. 1322 cod. civ. 11 - 1.4 La ricerca di una sua qualificazione: sia contrattuale ... 18 - 1.5 (segue): sia societaria 32

1.1 PREMESSA

Da un po' di tempo a questa parte la clausola c.d. *drag along* è al centro di un acceso dibattito dottrinale, innescato da alcune pronunce – provenienti dall'autorevole sezione societaria del Tribunale milanese ⁽¹⁾ e da un (altrettanto autorevole) arbitro unico ⁽²⁾ – da cui sono emerse, tra le altre cose, diverse incertezze circa la sua qualificazione giuridica e, in generale, sul suo collocamento sistematico nel diritto societario italiano.

Come spesso accade in materie quale quella commerciale e societaria – dove gli affari corrono assai più velocemente degli interpreti e del legislatore – gli interventi giurisprudenziali e dottrinali intervenivano in un contesto che aveva ormai recepito *in toto* siffatte clausole straniere, tanto che la clausola *drag along* era presente – oltre che in molteplici patti

⁽¹⁾ Si veda in proposito, Trib. Milano, G.D. Dal Moro, ord., 31 marzo 2008, in *Soc.*, 11, 2008, p. 1373, con nota di DI BITONTO; in *Riv. dir. comm.*, 2010, 3, II, 113, (s.m.) con nota di ROSSANO; in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, fasc. 2, p. 375, con nota di MALIMPENSA; in *Giur. It.*, 2009, 2, con nota di WEIGMANN; Trib. Milano, Giud. Rel. Riva Crugnola, decr. 25 marzo 2011, in *Giur. Comm.*, 2012, 5, II, p. 1056 con note di DEL LINZ e, p. 1072, di RESCIO; in *BBTC*, I, 2013, p. 65, con nota di DE LUCA; in *Giur. It.*, 2011, fasc. 12, p. 2584, con nota di LUONI; in *Corr. Mer.*, 2011, p. 694, con nota di MASSA; Pres. Rel. Dott. Perozziello, 22 dicembre 2014, in *Soc.*, 8/9, 2015, p. 955 e seguenti, con nota di NEGRI-CLEMENTI e PERRICONE; in *Giur. It.*, 2015, 5, p. 1157 e seguenti, con nota di LUCATO e GOITRE; nonché in *BBTC*, 2016, p. 92 e seguenti, con nota di E. SPOLIDORO.

⁽²⁾ Si fa riferimento a MAZZONI, Lodo Arbitrale, 29 luglio 2008, in *BBTC*, 2009, II, p. 506 con nota di GIAMPAOLINO.

parasociali e accordi di investimento – anche in molti statuti di società di capitali italiane ⁽³⁾.

D'altronde, è proprio il compito dell'interprete giuridico quello di accogliere positivamente la dinamicità delle prassi commerciali ⁽⁴⁾ e di aggiornare la (apparentemente contrapposta) fissità dell'ordinamento normativo, offrendo un trattamento giuridico di volta in volta coerente e rispettoso con, tra gli altri, il principio di libertà dell'iniziativa economica.

La presente ricerca pone al centro della propria indagine la clausola che riconosce il potere al socio di maggioranza – titolare di una maggioranza qualificata, in grado di modificare lo statuto della società ⁽⁵⁾ –

⁽³⁾ Secondo DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinarsi*, in *Notariato*, 2009, p. 157, una delle spiegazioni dell'inserimento della clausola *drag along* direttamente negli statuti sociali si rinviene nel fatto che, con la riforma del 2003, i limiti temporali dei patti parasociali – pur non applicabili anche alle s.r.l. – avrebbero reso opportuna la migrazione “*dal parasociale al sociale*”. Oltre a tale motivazione deve peraltro aggiungersi l'intervento della massima notarile n. 88 del Consiglio Notarile di Milano, con la quale è stato affermato che “*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*”. Deve peraltro rilevarsi che tali pattuizioni sono spesso inserite in accordi parasociali. Come è possibile leggere dall'attenta analisi svolta da BOSSI e GIUDICI, in *La reazione del mercato borsistico italiano ad annunci relativi a patti parasociali*, consultabile su <http://www.sa.unibo.it>, tra gli annunci di patti parasociali intercorsi negli ultimi anni riferibili a società con azioni quotate, il 7,14% contiene una clausola di trascinarsi. 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 CAPPUCCI, *Clausole di covendita: Tag-Along, Piggy Back, Drag-Along, Brin-Along*, consultabile sul sito www.nesmercati.com.

⁽⁴⁾ Sul punto, si veda per tutti anche DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2008, p. 41.

⁽⁵⁾ Si sostiene che la clausola possa essere strutturata in modo da riconoscere il potere anche al detentore di una partecipazione di minoranza. Sul punto, si veda anche DIVIZIA, (nt. 3), 142, nota 50. Ai fini della presente indagine – il cui cuore è rappresentato dalla possibilità o meno di introdurre forzatamente tale tipo di clausola – si farà esclusivo riferimento alla

di trascinare anche il socio di minoranza nella cessione della totalità delle azioni (o delle quote, in caso di s.r.l.) della società partecipata ⁽⁶⁾.

Ai fini della presente indagine si tratterà quasi indistintamente dell'operatività della clausola di *drag along* nell'ambito di una società per azioni piuttosto che di una società a responsabilità limitata, dal momento che – in particolare per i temi che verranno specificamente toccati e per le conclusioni che verranno proposte – ciò che più rileva, ai fini della presente indagine, è unicamente l'appartenenza del tipo sociale alla categoria delle società di capitali, da una parte, e a quella delle società chiuse, dall'altra.

Che sia rilevante la natura di società di capitali – e viceversa astrattamente irrilevante la distinzione tra società a responsabilità limitata e società per azioni – deriva principalmente dal fatto che ad entrambe dette tipologie societarie si applica la medesima disciplina in tema di scioglimento *ex artt.* 2484 e seguenti cod. civ. in quanto, come vedremo *infra*, tale istituto costituirà la chiave di lettura decisiva volta a supportare la tesi della possibile introduzione forzosa della clausola di trascinamento.

Il fatto, invece, che la società oggetto della presente indagine sia solamente quella chiusa è facilmente spiegabile, dal momento che in materia di società quotate, l'ordinamento offre degli strumenti volti a tutelare la

clausola presente negli statuti societari che riconosce il potere di trascinamento al socio detentore della partecipazione in grado di modificare lo statuto.

⁽⁶⁾ Per una puntuale distinzione della clausola in esame con quelle – sempre di derivazione anglosassone – che riconoscono altri diritti e altri doveri, sempre nell'ambito dell'*exit* societario (*tag along*, *piggy back*, *take along* e quella, molto simile alla *drag along*, denominata *bring along*), si veda DIVIZIA, (nt. 3), 3 e seguenti, ove anche ampi riferimenti dottrinari, anche internazionali.

contendibilità delle società che, in taluni casi, possono comportare effetti in parte analoghi a quelli prodotti con l'esercizio del potere di trascinarsi (in primis, il potere di *squeeze-out* ai sensi dell'art. 111 TUF) ⁽⁷⁾.

A prescindere dalla più corretta qualificazione giuridica della clausola e dalla puntuale descrizione dei diritti in essa incorporati, la presente indagine si preoccupa principalmente, come anticipato, della possibilità di introdurre la clausola forzatamente da parte del socio di maggioranza, così da assegnarle un ruolo – al pari dei sopra accennati istituti previsti per le società quotate – di efficace (ed efficiente) contemperamento di interessi privatistici contrapposti, che le parti faticerebbero a raggiungere, visti i plurimi ostacoli solitamente presenti sul tavolo negoziale (ostacoli, in primis, di inefficienza allocativa) ⁽⁸⁾.

⁽⁷⁾ Con riferimento alle quotate, in generale, alcuni ritengono che non sia necessario il potere di trascinarsi considerata la facilità di vendita delle partecipazioni sociali sul mercato; si veda anche MOLL, *Shareholder oppression in Texas close corporations: majority rule (still) isn't what it used to be*, in *Houston business and tax journal*, 2008, p. 38 ove si afferma che “in a public corporation, a minority shareholder can escape abusive majority conduct by selling his shares into the market and by correspondingly recovering the value of his investment. This ability to liquidate provides some protection to investors in public corporations from the conduct of those in control. In a close corporation, however, the minority shareholder's investment is effectively trapped, as there is no ready market for the stock of a close corporation. Thus, close corporation shareholders can be locked-in to the company, yet frozen-out from any business returns”.

⁽⁸⁾ L'ammissibilità di un'introduzione forzosa della clausola *drag along* – del tipo cui fa riferimento il presente scritto – permetterebbe infatti di raggiungere quei risultati negoziali che i singoli conflitti dei soci rischiano di mettere in discussione, anzi spesso innescando reazioni controproducenti e dannose (per i soci stessi ma anche per la società partecipata e l'impresa). Peraltro, sul tema della economicità della clausola – nel senso che il costo della stessa deriva unicamente dalla effettiva predisposizione della clausola e non in quella di sua attivazione – si veda CUMMING, *Contracts and exits in venture capital finance*, in *Revue of financial studies*, 2008, p. 1978 e seguenti, consultabile sul sito www.ssrn.com.

Senza considerare poi che, così come per le quotate, anche per le società chiuse il tema della contendibilità ⁽⁹⁾ potrebbe rappresentare un argomento sensibile da un punto di vista economico: pertanto, anche per tali tipi societari, potrebbe valere la pena – non solo per contemperare gli interessi dei soci ma anche quello del mercato in generale – tutelare l’interesse della contendibilità mediante una soluzione ammessa dall’ordinamento ⁽¹⁰⁾.

Per comodità, nell’ambito del presente lavoro, si farà riferimento ad una clausola operativa in una compagine composta da un unico socio di maggioranza e da un unico socio di minoranza, restando ben inteso, fin da queste brevi premesse, che nulla cambierebbe laddove via siano più soci che, insieme, formino una maggioranza in grado di esercitare tale potere e, dall’altra parte, i restanti soci formino una quota di minoranza.

Una possibile formulazione della clausola *drag along* all’interno di uno statuto di tali tipologie societarie, e sulla base della quale si

⁽⁹⁾ Sul punto si tornerà nel prosieguo; in questa sede ci si limita a evidenziare come la clausola di *drag along* determini effetti positivi nell’ambito del mercato del controllo delle società non quotate, permettendo una circolazione dei pacchetti di controllo ed evitando possibili ostacoli dovuti a comportamenti ostruzionistici da parte dei soci di minoranza.

⁽¹⁰⁾ ANGELICI, *La società per azioni: principi e problemi*, Milano, 2012, p. 206 afferma, sul punto, che “un intervento eteronomo come quello dell’ordinamento può giustificarsi solo in presenza di ostacoli che impediscono al consenso di raggiungere quel risultato; e diviene anche consequenziale che, nel fare ciò, l’ordinamento dovrebbe in definitiva ricercare soluzioni il più possibile corrispondenti a quelle cui, se non vi fossero ostacoli, le parti stesse giungerebbero”. “La soluzione” prosegue Angelici “dovrebbe essere una sorta di «mimesi del contratto»: porre cioè regole per le quali può assumersi vi sarebbe il consenso, evidentemente ipotetico, degli operatori ed in definitiva eliminando così gli effetti negativi di quei «costi di transazione» o di quelle «esternalità»”.

formuleranno le valutazioni della presente ricerca, potrebbe essere la seguente:

qualora un socio titolare del [x]% del capitale sociale di Alfa intenda accettare l'offerta irrevocabile di un terzo che abbia manifestato la volontà di acquistare l'intero capitale sociale di Alfa, il socio medesimo, entro trenta giorni di calendario dalla data di ricevimento dell'offerta del terzo, avrà il diritto di far trasferire al terzo offerente la totalità delle partecipazioni della Società, comprese anche quelle detenute dagli altri soci, allo stesso prezzo calcolato pro-quota.

1.2 BREVI CENNI SULLA FUNZIONE DELLO STRUMENTO

Prima di procedere con l'analisi del tema centrale oggetto del presente lavoro (concernente l'ammissibilità o meno di introdurre forzosamente la clausola *drag along*) si ritiene opportuno analizzare, seppur sinteticamente, le sue principali implicazioni giuridiche così da sgombrare ogni dubbio circa la liceità dello strumento nonché al fine di cogliere gli obblighi che derivano in capo al socio trascinate, una volta introdotta la clausola e una volta resa operativa ⁽¹¹⁾.

⁽¹¹⁾ Si anticipa fin d'ora che la natura e la portata degli obblighi che verranno riconosciuti in capo al socio di maggioranza trascinate vanno a costituire un importante contrappeso al potere che viene riconosciuto allo stesso attraverso l'operatività (e l'introducibilità) della clausola *drag along*. L'indagine qualificatoria della clausola – oggetto del presente primo capitolo – consentirà, infatti, all'interprete di trarre le rilevanti ricadute applicative circa un'eventuale utilizzo improprio del potere riconosciuto dalla clausola *drag along*.

In generale, le clausole di *drag along* consistono in un diritto (e in un opposto obbligo) in forza delle quali a un socio (o più soci), di norma di maggioranza, viene riconosciuta la facoltà di vendere, insieme alla propria partecipazione, anche quella dell'altro socio (o degli altri soci), solitamente di minoranza, alle medesime condizioni contrattuali e al medesimo prezzo unitario. Per tale motivo prendono il nome (tradotto dall'inglese) di patti di trascinamento ⁽¹²⁾.

L'esigenza primaria del meccanismo della clausola *drag along* è evidente: tutelare l'interesse del socio di maggioranza al disinvestimento della propria partecipazione – con la massimizzazione dello *strike price* – soprattutto in quei contesti societari ove la partecipazione di maggioranza, anche se di controllo, non costituisce un pacchetto valorizzato in modo massimale, stante la compresenza, all'interno della medesima compagine societaria, di altri soci dotati comunque di diritti tali da poter condizionare (nel bene e nel male, attraverso comportamenti ostruzionistici) la gestione della società e l'andamento dei rispettivi investimenti ⁽¹³⁾.

⁽¹²⁾ 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. Così, D'ALESSANDRO, *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2010, p. 379.

⁽¹³⁾ Nel gergo anglosassone si parla comunemente di *hold up* della minoranza, intendendosi tutte le forme di opportunismo indebito in fase di negoziazione dell'acquisto del pacchetto azionario di maggioranza. Sul tema, si veda BIENZ, WALZ, *Venture capital exit rights*, 2010, consultabile su www.ssrn.com, ove si rileva che l'intero sistema dei cc.dd. *exit rights* è pensato come strumento volto a mitigare i rischi di *hold up*, affermando che “*venture capital contracts include exit rights to mitigate potential hold-up problems of the VC in the case of exit*”.

Nel soddisfare, *in primis*, le esigenze proprie del socio di maggioranza, la clausola *drag along* viene strutturata in modo da contemperare gli interessi anche del socio di minoranza, prevedendosi la compartecipazione *pro quota*, anche del socio di minoranza, al premio di controllo.

Peraltro, la genuinità dell'interesse del socio di maggioranza – che, quanto meno in linea teorica, e al di fuori dell'ipotesi di abusi, non dovrebbe avere alcuna connessione con chi si propone di acquistare l'intero capitale sociale, ma dovrebbe limitarsi ad ambire alla migliore valorizzazione possibile dell'intera partecipazione – viene confermata dalla frequente presenza, contestuale alla clausola *drag along*, anche di un diritto di prelazione in favore del medesimo socio di minoranza, che potrebbe, in ipotesi, ritenere vantaggioso il prezzo negoziato dal socio di maggioranza con il terzo per il controllo totalitario della società.

1.3 BREVI CENNI SULLA MERITEVOLEZZA DELLA CLAUSOLA EX ART. 1322 COD. CIV.

Posto che – come era ovvio che fosse – questa tipologia di clausole ha trovato diffusione anche nel nostro ordinamento ben prima di una loro ufficiale approvazione da parte della letteratura e della giurisprudenza, era

prevedibile che la clausola, avendo natura atipica ed origine “aliena”⁽¹⁴⁾, venisse prontamente vagliata, una volta venuta allo scoperto, da un giudizio di conformità rispetto ai principi del nostro ordinamento.

A tal fine si è imposta, anzitutto, una verifica volta a comprendere se il risultato pratico che i soci si propongono di perseguire con l’introduzione di tale clausola 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.⁽¹⁵⁾.

Come già accennato, nella prassi economico-finanziaria l’inclusione di tali pattuizioni negli statuti societari è frequente, specie laddove la

⁽¹⁴⁾ Per il significato del termine, si fa ovviamente riferimento a DE NOVA, *ult. op. cit.* Secondo DIVIZIA, *Le clausole di Tag e drag along, nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, Ipsos, 2013, p. 22, le clausole anglosassoni di cui fa parte quella oggetto della presente ricerca configurano “*un vero e proprio “manifesto futurista” anglosassone in ambito di exit rights*”.

⁽¹⁵⁾ 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. GAZZONI *Manuale di diritto privato*, Napoli, XIII ed., 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 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 (SICCHIERO, *La distinzione tra meritevolezza e liceità del contratto atipico*, in *Contr. e impr.*, 2004, p. 549) 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*».

composizione soggettiva della società è eterogenea, nel senso che alla costituzione della *newco* – creata *ah hoc* per effettuare l’operazione, o nell’operazione di *joint venture* relativa ad una società già esistente – partecipino sia soci aventi capacità imprenditoriale sia soci meramente finanziatori, i quali apportano il capitale di rischio necessario per lo svolgimento dell’attività sociale (c.d. *venture capitalist*).

In tali fattispecie, gli interessi effettivamente perseguiti dalla clausola *drag along* sono quelli dei soci (solitamente ma non necessariamente di maggioranza) di società chiuse⁽¹⁶⁾ che si preoccupano di non vedersi compromessa la possibilità di disinvestire la propria partecipazione, onde evitare di subire un imprigionamento forzato.

La clausola di trascinamento agevola, infatti, il socio di maggioranza a esercitare l’*exit* in tutti quei casi in cui il disinvestimento potrebbe essere precluso (o comunque reso più oneroso) stante la compresenza di soci di minoranza.

Il potere di trascinamento – architettato nei modi sopra esposti, con l’uscita del socio di minoranza alle medesime condizioni di quelle negoziate dal socio di maggioranza – viene in qualche modo ‘pagato’ dal socio di maggioranza attraverso il riconoscimento, in favore del socio di minoranza, di una parte proporzionale del premio di controllo.

⁽¹⁶⁾ 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 DE LUCA, (nt. 1), 175.

Il potere di trascinare riconosciuto al socio di maggioranza – che potrebbe far sollevare l'immediata obiezione che trattasi di uno strumento a esclusivo vantaggio del socio di maggioranza – è pertanto compensato dai benefici economici rivolti al socio di minoranza, tanto da rispettare un ipotetico principio di parità trattamento dei soci nel caso di trasferimento del controllo della società⁽¹⁷⁾.

Da un diverso angolo visuale è possibile 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, dall'altro⁽¹⁸⁾. 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, non graditi (anche se, per vero, circostanza improbabile, vista la verosimile presenza di

⁽¹⁷⁾ In tal senso WEIGMANN, (nt. 1), 386.

⁽¹⁸⁾ Sul tema dei possibili abusi della minoranza, si rinvia a RORDORF, *L'abuso di potere della minoranza*, in *Le Società*, 1999, p. 809, a NUZZO, *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2003, ove ulteriori riferimenti bibliografici; per un'indagine comparativa, si rinvia a PORTALE, *"Minoranze di blocco" e abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al "gouvernement des juges"?*, in *Europa e dir. priv.*, 1999, 153 ss.; nonché MARTINES, *L'abuso di minoranza nelle società di capitali*, in *Contr. e impr.*, 1997, p. 1184 ss. Sui rischi di un comportamento opportunistico del socio di minoranza, in termini di comportamenti di *holdouts* e di *free ridings* si rinvia anche a COHEN, *Holdouts*, in *The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, ed. by Newman, II, Macmillan, London, 1998, p. 236 e seguenti.

una prelazione statutaria), e comunque evitando di dover imporre a chi entra la presenza di un socio non gradito.

Vi è da dire, invero, che la clausola di *drag along*, nell'ambito delle operazioni cui partecipano investitori di tipo istituzionale, fondi di *private equity* o *venture capital* ⁽¹⁹⁾, 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 minoritaria ⁽²⁰⁾.

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 sociale ⁽²¹⁾, a prescindere dalla misura di partecipazione al capitale.

⁽¹⁹⁾ Per un'elencazione delle previsioni contrattuali che è dato riscontrare con maggior frequenza nel contesto di operazioni a cui partecipano investitori istituzionali v. PANZARINI, *Il Contratto di opzione*, Milano, 2007, p. 277 ss.

⁽²⁰⁾ Il partner industriale invece, contrariamente all'investitore finanziario, 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 PONTI-PANELLA, *La "preferenza" nel diritto societario e successorio*, Milano, 2003, p. 222.

⁽²¹⁾ Secondo DIVIZIA, (nt. 1), 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.

Le predette motivazioni consentono poi di prendere atto di un ulteriore fondamentale argomento che, se mai ve ne fosse bisogno, conferma la liceità della clausola e la sua comoda convivenza con i principi ispiratori del modello societario italiano.

La ammissibilità di siffatte clausole agevolano la contendibilità della società non quotate e il mercato del relativo controllo, così determinando una più efficace (e in teoria anche efficiente) tutela degli interessi aziendali sottesi alle imprese in generale.

Quanto sin qui precede, sotto il profilo della ricerca degli interessi perseguiti dalla clausola *drag along*, ha quale orizzonte temporale il momento applicativo delle clausole di *drag along*, quindi poggia su una logica di carattere valutativo 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 dottrina ⁽²²⁾ ha, infatti, sostenuto la possibilità di dimostrare, anche nella prospettiva *ex ante*, il giudizio di meritevolezza alla clausola in esame, ossia avendo riguardo al momento stesso della loro predisposizione.

⁽²²⁾ GIAMPAOLINO, (nt. 2), 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 DE LUCA, (nt. 1), 185, secondo il quale le clausole di trascinarsi costituirebbero un utile strumento per favorire investimenti in nuove imprese.

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, così rendendo assai ardua – se non, in determinati casi, addirittura impossibile – la negoziazione del proprio *exit* a condizioni vantaggiose.

È nondimeno palese che la clausola – proprio in virtù di tale potere conferito al socio di maggioranza – costituisca un vero e proprio elemento contrattuale, utilizzabile quale possibile oggetto di trattative e di scambio all'interno della stessa compagine sociale; assumendo, 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 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»⁽²³⁾.

È anche vero che, ragionando in questi termini, la clausola di *drag along* opera incorporando dentro di sé un ulteriore *quid* di cui beneficia il socio di minoranza, il quale, in caso di vendita totalitaria delle

⁽²³⁾ In tal senso STABILINI – TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, p. 966, laddove si evidenziano quali esempi di protezione che la minoranza potrebbe assicurarsi, in termini di voce, 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.

partecipazioni della società, ottiene una parte proporzionale del premio di controllo.

Vi è, dunque, da chiedersi, se la clausola *drag along* non costituisca già di per sé l'esito di una ipotetica negoziazione tra soci (socio di maggioranza vs socio di minoranza) tale da contemperare gli interessi reciproci in gioco e da consentire, al socio di maggioranza, di agire senza la preoccupazione di subire gli attacchi opportunistici del socio di minoranza⁽²⁴⁾.

1.4 LA RICERCA DI UNA SUA QUALIFICAZIONE: SIA CONTRATTUALE...

Prima di accennare alle diverse opinioni degli autori che si sono occupati della riconducibilità della clausola *drag along* in alcuna delle categorie giuridiche che sono proprie del sistema italiano si ritiene opportuna una duplice premessa.

Anzitutto deve ribadirsi che per qualificare correttamente una clausola *drag along* non è possibile prescindere, caso per caso, dalla specifica e concreta formulazione della clausola stessa oggetto di disamina. Un'analisi della struttura in termini astratti, infatti, non può che lasciare

⁽²⁴⁾ In termini di efficienza, si potrebbe sostenere – e in questa sede si sostiene – che la clausola *drag along* costituisca una di quelle soluzioni cui i soci di una società di capitali, senza la presenza di ostacoli e di atteggiamenti opportunistici da una parte (del socio di maggioranza) e dall'altra (socio di minoranza), giungerebbero autonomamente.

insoddisfatti se l'intento è quello di qualificare giuridicamente ogni tipo di clausola che sia denominata *drag along*⁽²⁵⁾.

Ciò nonostante, prendendo spunto dalla formulazione della clausola sopra riportata – che contiene gli elementi del fenomeno di trascinamento, come comunemente inteso – si esporranno le possibili soluzioni tecniche al quesito circa la qualificazione contrattuale della clausola.

Un'altra premessa che si ritiene necessaria per poter qualificare compiutamente la clausola *drag along* deriva dalla consapevolezza che tale tipo di clausola – se inseribile, come si ritiene, negli statuti societari (v. *infra*) – è da ritenersi altresì assoggettabile alla disciplina assembleare in tema di modifiche dello statuto⁽²⁶⁾: quindi, assumendo che l'introduzione della clausola possa compiersi sol rispettando il regime maggioritario assembleare, un'efficace indagine di qualificazione della clausola *drag along* deve essere necessariamente condotta tenendo altresì in debita considerazione altri strumenti societari la cui introduzione e i cui effetti possono essere assimilati alla clausola in esame.

⁽²⁵⁾ Sul punto anche DIVIZIA, (nt. 14), 23, il quale, nella nota 49, richiama la rinnovazione dello *shuldrecht* tedesco, per la quale si è omessa la recezione delle nuove tipologie contrattuali di origine anglosassone. Sul punto, si veda anche CIAN, *La riforma dello Shuldrecht tedesco: un modello per il futuro diritto europeo delle obbligazioni e dei contratti?*, Padova, 2004.

⁽²⁶⁾ Nonostante sul punto Angelici arrivi a concludere per l'incompatibilità della clausola *drag along* all'interno degli statuti societari, l'Autore – cfr. ANGELICI, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag along*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, p. 218 (in particolare, si veda la nota 99) – rappresenta correttamente la stretta correlazione che corre tra il principio del consenso unanime dei soci e le conseguenze circa la natura (direi anche qualificatoria) della clausola. L'Autore precisa che “il riconoscimento in via interpretativa della necessità di un «consenso» degli interessati potrebbe rappresentare un chiaro segnale della portata «parasociale della clausola»”.

Da qui l'opportunità di far seguire il presente paragrafo – volto a ripercorrere gli interventi dottrinari circa la qualificazione civilistica della clausola – da un successivo paragrafo volto a svolgere qualche breve considerazione in merito alla possibile assimilazione della clausola ad altri istituti prettamente societari ⁽²⁷⁾, al fine di completare l'indagine circa la corretta qualificazione giuridica della clausola *drag along*.

Fatte tali doverose premesse, e passando in veloce rassegna le qualificazioni proposte dalla dottrina che se ne è occupata, si rileva che i primi commentatori della vicenda ricostruiscono la fattispecie in termini di contratto preliminare (unilaterale) ⁽²⁸⁾, ove un soggetto, il promittente, si impegna a stipulare un contratto di compravendita delle proprie partecipazioni.

Senonché, 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

⁽²⁷⁾ Con il concetto di “*istituti prettamente societari*” si vogliono richiamare tutti quegli strumenti previsti dalle norme codicistiche, ai sensi degli artt. 2325 e seguenti cod. civ., in tema di società per azioni e società a responsabilità limitata, relative al diritto societario, distinguendoli dai rapporti contrattuali *ex artt.* 1321 e seguenti cod. civ.

⁽²⁸⁾ Per l'opinione positiva alla ricostruzione in termini di preliminare, v. D'ALESSANDRO, (nt. 12), 383; GIAMPAOLINO, (nt. 2), 532. Secondo quest'ultimo Autore 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*».

inizialmente) terzo, la cui identità non è determinata nella clausola, 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 determinabile (se determinato, infatti, potrebbero porsi evidenti contrasti con alcuni orientamenti di cui al divieto *ex art.* 2265 cod. civ.).

Alla luce dell'esposizione – in termini generali – della questione, la ricostruzione del patto tenderebbe ad avvicinarsi, ancor più specificamente, alla figura del contratto preliminare a favore di terzo, stante l'iniziale impossibilità di determinare l'identità di quest'ultimo ⁽²⁹⁾.

La mancata determinazione *ab initio* dell'identità del terzo è una peculiarità che invero non presta il fianco a particolari obiezioni giuridiche né 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 essi si impegni 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, comma 1, cod. civ. ⁽³⁰⁾.

⁽²⁹⁾ In tema di preliminare, si veda l'ampia trattazione di GABRIELLI, *Il contratto preliminare*, Milano, 1970, e in particolare sul tema p. 334.

⁽³⁰⁾ DIVIZIA, (nt. 14), 147, osserva peraltro che, ricostruendo la clausola in termini di contratto preliminare, “non vi sarebbe alcun diritto potestativo riconosciuto in favore del socio di maggioranza, né alcuno stato di soggezione gravante su quello di minoranza, in quanto entrambi gli stipulanti si sarebbero de facto limitati ad assumere l'obbligo, giuridicamente coercibile, di contrarre il contratto definitivo”.

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 cod. civ.: il contratto a favore del terzo non tollera, infatti, oneri per quest'ultimo in quanto può, e deve, produrre per lui soltanto effetti favorevoli⁽³¹⁾.

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 cod. civ. 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-vendita⁽³²⁾.

⁽³¹⁾ V. *ex multis* BIANCA, *Diritto civile, 3. Il contratto*, Milano, 2000, p. 568.

⁽³²⁾ La configurazione *sub* fattispecie dell'art. 1411 cod. civ. non appare particolarmente agevole anche alla luce della complessità del concreto meccanismo operativo di una clausola di co-vendita, ove non si vuole, invero, propriamente favorire 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. Secondo parte della dottrina (cfr. MOSCARINI, *Il contratto a favore del terzo*, in *Il codice civile commentario*, Milano, 1997, p. 59), 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 questi termini, GIAMPAOLINO, (nt. 2), 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

Nel suo primo approccio con la clausola *drag along*, il Tribunale milanese – probabilmente (come notato da un’attenta dottrina) influenzato dall’orientamento espresso dalla letteratura straniera ⁽³³⁾ – 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 terzo ⁽³⁴⁾, ove il diritto potestativo di opzione sarebbe stato sospensivamente subordinato al fatto che il socio titolare del diritto di *drag along*, ricevuta dal terzo un’offerta d’acquisto, la accettasse ⁽³⁵⁾.

In generale, l’istituto dell’opzione viene ricostruito in termini di fonte di rapporti giuridici «*di natura strumentale*» ⁽³⁶⁾, rientrando in quella categoria di negozi bilaterali (o anche unilaterali, se consideriamo - oltre al patto di prelazione e al contratto preliminare - anche la proposta

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.

⁽³³⁾ Cfr. DIVIZIA, (nt. 14), 145 il quale riporta il passaggio del lavoro di CHEMLA, LJUNGQVIST, HABIB, *An analysis of Shareholder Agreements*, 2004, su www.ssrn.com, ove, a p. 2, affermano che “*drag-along rights can be viewed as conditional call options granted the outside investor*”.

⁽³⁴⁾ 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.

⁽³⁵⁾ 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 FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie*, in *Giur. Comm.*, 2009, II, 1039.

⁽³⁶⁾ GABRIELLI, voce *Opzione*, in *Enc. Giur.*, XXI, Roma, 1990, 3.

irrevocabile) che creando un vincolo a carico di una o entrambe le parti del rapporto sono propedeutici 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 cod. civ., la dottrina civilistica si è spesso trovata in disaccordo (anche) sulla ricostruzione di questa figura giuridica ⁽³⁷⁾. 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 contratto ⁽³⁸⁾.

Orbene questa struttura, secondo parte della dottrina ⁽³⁹⁾, non sarebbe, da un lato confacente, dall'altro compatibile, con il meccanismo

⁽³⁷⁾ Criticabile è certamente la teoria (sostenuta da 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 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.

⁽³⁸⁾ Si tratta della teoria del c.d. doppio contratto, sostenuta tra gli altri da RUBINO, *La compravendita*, in *Tratt. dir. Civ. comm.*, a cura di A. Cicu- F. Messineo, Milano, 1962, p. 53.

⁽³⁹⁾ Cfr. MAZZONI, (nt. 2), 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

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.

Altri hanno altresì evidenziato l'impossibilità di prevedere all'interno di uno statuto sociale una clausola che regoli i rapporti fra soci e non meglio identificati terzi e non, come invece fisiologico, tra soci fra loro e società⁽⁴⁰⁾.

Invero, la tesi del contratto di opzione con clausola accessoria di deviazione degli effetti a favore del terzo *ex art. 1411 cod. civ.*, viene seguita da altra dottrina⁽⁴¹⁾, 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

determinazione del terzo beneficiario al momento di perfezionamento del contratto, purché siano predeterminati i criteri per farlo.

⁽⁴⁰⁾ Così anche MALIMPENSA, (nt. 1), 380, nota 24, la quale – con specifico riferimento alla clausola statutaria presa in considerazione nel giudizio cautelare deciso dalla dott.ssa Dal Moro – ha osservato che “*se la clausola in esame fosse, come indicato dal giudice milanese, un'opzione di acquisto in favore di terzo, il patto di opzione avrebbe ad oggetto (i) l'irrevocabilità del consenso a co-vendere la partecipazione a determinate condizioni, espresso previamente dal socio obbligato, (ii) il contenuto del contratto finale rappresentato dalla compravendita della partecipazione trascinata, alla cui conclusione sarebbe sufficiente l'esercizio del diritto potestativo di accettazione da parte del terzo opzionario. Tuttavia, così non è poiché all'esercizio dell'opzione nel caso de quo non consegue l'automatica conclusione del negozio traslativo della partecipazione trascinata in favore del terzo offerente, bensì solo l'attivazione della procedura che può condurre alla vendita (anche forzata) della partecipazione minoritaria: in questo senso depono la lettera della clausola di co-vendita*”.

⁽⁴¹⁾ Segue la detta costruzione giuridica anche DI BITONTO, (nt. 1), 1382. Ma in senso contrario v. GIAMPAOLINO, (nt. 2), 532, secondo il quale non sarebbe sufficiente l'accettazione del terzo di una proposta irrevocabile fatta a suo tempo dal socio obbligato, e 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.

cod. civ.); ii) il socio di maggioranza trascinatore nel ruolo di stipulante (*ex art. 1411 cod. civ.*); iii) il futuro terzo acquirente della partecipazione di minoranza, nella doppia posizione giuridica di opzionario e terzo beneficiario (*ex art. 1411 cod. civ.*).

Una tale ricostruzione giuridica si lascerebbe ad ogni modo certamente preferire a quella del contratto per persona da nominare *ex art. 1401 cod. civ.* come invece sostenuto da altra dottrina, secondo cui *“da un punto di vista civilistico, riteniamo che tale clausola configuri un’opzione call che il socio avente diritto di azionare l’obbligo stipula per persona da nominare (cioè il futuro acquirente) ai sensi dell’art. 1401 cod. civ. e la cui efficacia è sospensivamente condizionata, in sostanza, al verificarsi di tre circostanze: che la co-vendita avvenga nell’ambito della cessione dell’intero capitale sociale, che avvenga alle medesime condizioni garantite al socio “aspirante venditore”, che infine (laddove ciò sia stato espressamente pattuito) il prezzo offerto dal terzo sia tale da garantire un determinato ritorno economico al socio co-venditore”* ⁽⁴²⁾.

La dottrina civilistica ⁽⁴³⁾ tende, invero, a configurare tale fattispecie negoziale 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, dal momento che lo stipulante

⁽⁴²⁾ Cfr. PROVERBIO, (nt. 34), 100.

⁽⁴³⁾ 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.

potrebbe non esercitare la *electio*, e rimanere parte contrattuale sia formale che sostanziale ⁽⁴⁴⁾.

La clausola di *drag along* e la sua operatività sembra invero discostarsi non poco da tale caratteristica negoziale posto che l'effetto voluto non è mai – e non può esserlo, perché altrimenti verrebbe meno l'elemento fondamentale del trascinamento, in luogo di una (ben diversa) “espropriazione” ⁽⁴⁵⁾ – quello che vede il socio titolare del diritto di co-vendita subentrare lui stesso nel patto per effetto della mancata nomina *ex art. 1405 cod. civ.* ⁽⁴⁶⁾.

Con molta probabilità, e senza voler eludere la questione in punto di ricostruzione della clausola, da un punto di vista strettamente civilistico, non

⁽⁴⁴⁾ Rispetto a tale ricostruzione, si segnala il rilievo di DIVIZIA, cit., p. 146, nota 57, il quale afferma che “è importante osservare come allora vada necessariamente disciplinato fra le parti un importante aspetto, rappresentato dalle sorti della compravendita nell'ipotesi in cui il terzo non accettasse (per ipotesi) la designazione così congegnata”; al riguardo, l'Autore segnala Cass. 10 novembre 1998, n. 11296, in *Giust. Civ.*, 1999, I, p. 1717 e seguenti, con nota di VIDIRI, secondo il quale “il contratto per persona da nominare è destinato, ai sensi dell'art. 1405 c.c., a produrre i suoi effetti tra le parti originarie non solo in caso di mancata dichiarazione di nomina, ma anche quando questa non venga validamente compiuta entro il termine convenuto, e ciò non solo nel caso in cui oggetto del negozio risulti una prestazione indivisibile, ma anche quando la stessa risulti frazionabile in più parti e con riferimento ad una pluralità di soggetti. Ne consegue che, in presenza (come nella specie) di un contratto di opzione di acquisto di quote di una s.r.l. che conferisca ad una parte la potestà di accettare anche per persona da nominare la proposta di vendita irrevocabilmente formulata dalla controparte, il momento del definitivo effetto traslativo è seguito dall'accettazione dello stipulante, mentre l'inefficacia della contestuale *electio amici* (per difetto di adesione o di pregressa valida procura all'estero) comporta, al pari della mancanza della nomina del terzo, il definitivo consolidarsi dell'iniziale posizione negoziale dello stipulante medesimo nella sua globale esistenza”. In altri termini, allora, seguendo tale prospettiva, la clausola di *drag along* sarebbe configurata soltanto “per persona da nominare”, così avvicinandosi 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 mancare.

⁽⁴⁵⁾ Si è deciso di utilizzare il termine espropriazione pur essendo ben consapevoli delle evidenti differenze che accompagnano tale istituto con le dinamiche societarie di cui si discorre in questa sede.

⁽⁴⁶⁾ Così anche MALIMPENSA, (nt. 1), nota 25.

si può, come accennato, dare una risposta soddisfacente che valga per la generalità dei casi in cui ci si trovi dinanzi a tali pattuizioni.

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 preliminare ⁽⁴⁷⁾.

Nell'ipotesi sottoposta all'esame dell'Arbitro Unico – ove lo scopo perseguito era specificamente quello di vincolare la controparte a seguire le iniziative dello stipulante – la clausola è stata ricondotta, sulla base di convincenti argomentazioni, nell'ambito dell'istituto del mandato a vendere.

La correttezza di tale impostazione è tanto più condivisibile in tutte quelle fattispecie ove la clausola costituisce il frutto di una negoziazione tra soci che hanno deciso di impegnarsi reciprocamente affidando ad uno di essi il potere di trascinare l'altro. L'intenzione del socio di minoranza che abbia contrattato un simile accordo non può, infatti, essere che quella di concedere al socio di maggioranza il potere di disporre anche della propria partecipazione, ad un prezzo complessivo unitario ⁽⁴⁸⁾, nonché di far discendere tutte le rilevanti ricadute applicative in termini di responsabilità del socio mandatario.

⁽⁴⁷⁾ In senso conforme a detta ricostruzione GIAMPAOLINO, (nt. 2), 532.

⁽⁴⁸⁾ Tale interpretazione è coerente con la funzione che si è cercato di delineare sinora, evitando così al socio di maggioranza, 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. ROSSANO, (nt. 1), p.130, il quale richiama l'interpretazione dell'Arbitro unico nel Lodo Arbitrale del 29 luglio 2008.

La sussunzione *sub specie mandati* è tanto più convincente quanto più si pensi ad un'ulteriore circostanza. Nelle fattispecie dove si prevede il trascinamento, 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, 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 irrevocabile e con effetti reali ⁽⁴⁹⁾.

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

⁽⁴⁹⁾ Tale ricostruzione è sostenuta soprattutto dal Prof. MAZZONI nel suo *Lodo Arbitrale*, cit., p. 510; ma anche da FABBRINI, (nt. 35), 1040, il quale tuttavia pone in guardia da una ricostruzione della fattispecie solo in termini contrattuali.

nell'interesse del mandatario, la fattispecie analizzata si presenta quale mandato a disporre con diligenza *quam suis* ⁽⁵⁰⁾.

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 cod. civ.), 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 ⁽⁵¹⁾.

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-mandatario ⁽⁵²⁾.

Nonostante peraltro taluna parte della dottrina ritenga che il mandato ad alienare sia idoneo a produrre immediati effetti traslativi diretti, in

⁽⁵⁰⁾ Cfr. MAZZONI, (nt. 2), 512.

⁽⁵¹⁾ Ritengo – per tutte le ragioni che si diranno *infra* nel II capitolo – che il grado di diligenza richiesto al socio titolare di un potere di trascinarsi dovrebbe coincidere a quello che l'ordinamento pone a un liquidatore preposto a gestire la liquidazione di un'*asset* aziendale strategico. In un certo qual modo, infatti, l'introduzione di una clausola *drag along* e le ricadute applicative in termini di responsabilità del socio mandatario rispetto al socio mandante potrebbe essere assimilata alla natura della responsabilità che il medesimo socio rivestirebbe qualora sia nominato liquidatore unico della società.

⁽⁵²⁾ 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.

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 terzo ⁽⁵³⁾.

L'eventuale assenza della rappresentanza, dunque, comporta che il socio di minoranza sia chiamato al perfezionamento di una manifestazione del consenso alla dismissione ⁽⁵⁴⁾; in detta sede negoziale, egli può effettuare un vaglio in ordine alla congruità del prezzo di vendita, effettuando una sorta di controllo delle sopravvenienze ⁽⁵⁵⁾.

⁽⁵³⁾ 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 Cassazione 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.

⁽⁵⁴⁾ Cfr. PROVERBIO, (nt. 34), 102, il quale, per sostenere la tesi che qualifica la clausola *drag along* quale un'opzione per persona da nominare, afferma che “rispetto alla prima [ricostruzione come mandato a vendere senza rappresentanza, n.d.r.] conferisce una maggiore sicurezza in termini di esecuzione della compravendita, in quanto all'atto del solo ricevimento dell'accettazione del terzo designato, la compravendita della partecipazione potrà ritenersi automaticamente e subitaneamente efficace, senza necessità di cooperazione del soggetto obbligatosi a co-vendere, ulteriore rispetto alla sottoscrizione della girata; il che, ovviamente, sarebbe impensabile laddove si acceda alla nozione di mandato a vendere, per di più senza rappresentanza”.

⁽⁵⁵⁾ Sul tema del margine di intervento del socio di minoranza nella fase negoziale, si veda PEDERSOLI, *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di Bonelli e Jaeger, Milano, 1993, p. 293, il quale sottolinea come solo il socio di maggioranza-venditore debba restare il *dominus* della negoziazione ed anzi una clausola che consentisse agli altri soci di minoranza di entrare nella negoziazione esporrebbe, all'opposto, l'azionista di maggioranza a pressioni indebite e condizionamenti.

Pertanto, in definitiva, la presenza o meno del potere rappresentativo, lungi dall'essere un carattere stabilmente distintivo della natura giuridica dell'istituto, potrebbe essere considerato come frutto di una esigenza di carattere contingente manifestata volta per volta dalle parti ⁽⁵⁶⁾.

1.5 (SEGUE): SIA SOCIETARIA

Una volta analizzata da un punto di vista prettamente civilistico la natura della clausola in esame, diventa opportuno, al fine di completare l'indagine sulla sua corretta qualificazione, svolgere qualche ulteriore considerazione in merito alle possibili implicazioni di un suo inserimento in statuto.

Per procedere in tal senso, è, anzitutto, necessario superare l'obiezione secondo cui la clausola non potrebbe essere inserita all'interno di uno statuto societario, altrimenti contrastando con il principio secondo cui non possono sorgere obbligazioni dei soci ulteriori rispetto a quella del conferimento ⁽⁵⁷⁾.

Più in generale sul tema del controllo delle sopravvenienze, si veda LA ROSA, *Clausole di gestione delle sopravvenienze e giudizio di vessatorietà*, in *Sopravvenienze e dinamiche di riequilibrio tra controllo e gestione del rapporto contrattuale*, a cura di Tommasini, Torino, 2003, p. 265 e seguenti.

⁽⁵⁶⁾ Così DIVIZIA, (nt. 14), 149.

⁽⁵⁷⁾ Ciò in quanto, usando le parole dell'Autore che sostiene detta incompatibilità, la clausola "entra [...] in collisione con [il principio] secondo cui nelle società di capitali è in via generale esclusa la possibilità di obbligazioni dei soci ulteriori rispetto a quella concernente il conferimento". Cfr. ANGELICI, (nt. 26), 220 e seguenti, il quale precisa (p. 221) che "nulla impedisce, ovviamente, che i soci assumano con negoziazioni «parasociali» obblighi diversi ed aggiuntivi rispetto a quello di conferimento; le esigenze di tipicità dell'organizzazione societaria impediscono però che ciò avvenga in sede «sociale»: in quanto ne risulterebbe appunto alterato il modello organizzativo. Da ciò, mio parere, la

Come correttamente rilevato da un'attenta dottrina, tale affermazione di principio è smentita dalla sicura introducibilità, sul piano certamente sociale, non solo della vasta ed eterogenea categoria degli obblighi di prestazioni accessorie, ma anche di altri obblighi volti proprio a regolamentare la dismissione della partecipazione ⁽⁵⁸⁾.

Si è, infatti, sul punto affermato che *“si può discutere sul grado di consenso (unanimità o maggioranza) necessario ad introdurre obblighi quali quelli implicati dal drag-along, ma non certo sulla loro regolamentazione nell'ambito della disciplina statutaria (in senso materiale) del rapporto sociale”*.

Altrettanto superabile, secondo chi scrive, risulta essere l'argomento – utilizzato per sostenere l'incompatibilità della clausola di trascinamento all'interno dello statuto di una società – secondo cui l'operatività della *drag along* non potrebbe neppure incidere sui profili organizzativi societari ⁽⁵⁹⁾: gli artt. 2355-bis (in tema di s.p.a.) e 2479 cod. civ. (in tema di s.r.l.) dimostrano, infatti, che la materia del trasferimento delle partecipazioni sociali rappresenta un aspetto tipico del contratto di società nei modelli

sensazione che l'opzione statutaria per la clausola di drag-along potrebbe, se considerata nella prospettiva accennata, non tanto darle maggiore «forza», quanto persino pregiudicarne la validità”.

⁽⁵⁸⁾ Cfr. RESCIO, (nt. 1), 1059.

⁽⁵⁹⁾ Secondo ANGELICI, (nt. 26), 217, infatti, la clausola *“non attiene al momento dell'organizzazione della partecipazione sociale, bensì a quello della sua negoziazione nel mercato”*, tanto che, secondo l'Autore, *“l'inserimento formale della clausola nello statuto sembra a volte quasi il risultato, piuttosto che di un razionale calcolo costi-benefici, della ricerca di una sorta di status symbol: quale deriva dalla sensazione di una sua particolare «sacralità», se non altro per la forma solenne e la pubblicità, ed inoltre dalla sensazione di una qualche sua maggiore «forza» rispetto agli impegni assunti con patti parasociali”*.

capitalistici ed un territorio di elezione per pattuizioni di rilevanza sociale
(60).

Come si vedrà, poi, nel prosieguo, la stessa riconducibilità della clausola – in quanto agli effetti prodotti – ad un’ipotesi di scioglimento volontario della società dimostra la vocazione assolutamente organizzativa della clausola, la quale, nel riconoscere un siffatto potere al socio di maggioranza ⁽⁶¹⁾, costituisce un ottimale contemperamento degli interessi dei soci volto a prevenire possibili comportamenti opportunistici che gli stessi potrebbero, in assenza di tale clausola, porre in essere.

Invero, smentendo il presupposto espresso da quell’autorevole dottrina ⁽⁶²⁾ secondo cui una siffatta clausola non potrebbe avere valenza organizzativa ⁽⁶³⁾ e, al contempo, proseguendo nello stesso *iter* logico tracciato dal medesimo Autore – secondo il quale, laddove fosse

⁽⁶⁰⁾ Aggiunge RESCIO, (nt. 1), 1060 che “*non pare giustificato alzare steccati per restringere l’autonomia statutaria alla sola regolamentazione limitativa dell’interesse al disinvestimento, come in definitiva fa chi costringe lo spazio dei patti sociali nei confini della compressione*”. In argomento, DIVIZIA, (nt. 14), p. 49 ritiene preferibile qualificare “*la clausola di drag along come una regola organizzativa complessa che non esaurisce la propria funzione nel dettare un precetto di tipo strutturale per la società, ma attribuisce al socio di maggioranza “un diritto soggettivo nuovo ed ultroneo rispetto all’organizzazione sociale, determinando la nascita di diritti e facoltà in capo ai singoli soggetti nella fase di contrattazione della cessione dei pacchetti azionari (o più in generale delle partecipazioni), condizionando l’esito della stessa”*”.

⁽⁶¹⁾ L’utilizzo del paradigma potere – gerarchia in ambito societario viene compiuto facendo riferimento alla ampia letteratura, soprattutto americana, che si è occupata della vicenda societaria sotto il profilo dell’analisi economica del diritto, dall’opera di BEARLE e MEANS, *Società per azioni e proprietà provata*, Torino, 1966, in poi, ove da una prospettiva meramente interna, che si preoccupava principalmente di definire i rapporti tra *principal* e *agent*, si è successivamente giunti ad una considerazione della fattispecie societaria da un punto di vista maggiormente politico, di poteri e di gerarchia.

⁽⁶²⁾ Si fa ovviamente riferimento allo scritto di ANGELICI, (nt. 26).

⁽⁶³⁾ Su cui, anche STABILINI – TRAPANI, (nt. 23), 991, i quali osservano che se il semplice rifiuto di trasferimento al verificarsi dei presupposti stabiliti potrebbe non essere sufficiente ad impedire l’esercizio del diritto di voto da parte dell’inadempiente, niente esclude che tale sanzione possa essere espressamente ed efficacemente comminata dallo statuto.

riconosciuta valenza organizzativa alla clausola, allora si arriverebbe alla conclusione di una sua possibile introduzione a maggioranza ⁽⁶⁴⁾ – ne discende che una corretta qualificazione della clausola non può limitarsi a contemplare, da un punto di vista meramente civilistico, i relativi meccanismi operativi, ma pone una necessaria analisi circa il corretto utilizzo del metodo assembleare per la sua introduzione nonché circa gli effetti, in ambito societario, che vanno a prodursi con l'esercizio del potere trascinate.

Un conto, infatti, è comprendere quale sia il contenuto negoziale della clausola approvata consensualmente dai soci della società (e, quindi, analizzare i diritti e gli obblighi che intercorrono tra i contraenti); altro conto, invece, è prendere atto del fatto che un siffatto strumento possa essere introdotto da un socio di maggioranza, senza il consenso del socio di minoranza, e che, stante la disciplina in materia societaria, tale introduzione possa spiegare effetti nei confronti di un socio contrario a detta introduzione nonché verso la società e i terzi.

Se si ammette – così come si ammette (per le ragioni di cui *infra*) – che la clausola *drag along* possa essere introdotta forzosamente dal socio di maggioranza, la soluzione circa una sua corretta qualificazione civilistica non potrà prescindere dal modo (legittimo o illegittimo) con cui il socio di

⁽⁶⁴⁾ Così ANGELICI, (nt. 26), 218, nota 99, il quale afferma espressamente che “né deve trascurarsi, sotto un altro profilo, che il riconoscimento di un effettivo significato statutario della clausola aprirebbe quanto meno la strada per (e renderebbe anzi plausibile in via di principio) l'eventualità che essa sia introdotta con deliberazione assembleare a maggioranza”.

maggioranza la può introdurre, alla luce degli effetti di un eventuale successivo esercizio del potere in essa riconosciuto ⁽⁶⁵⁾.

Invero, ogni qual volta il legislatore ammette un'introduzione forzosa di un diritto (e di un contrapposto obbligo) – a favore (e a carico) dei soci di una società di capitali – lo fa poiché contempla la possibile sussistenza di ostacoli (costi di transazione e esternalità) che impedirebbero ai soci di raggiungere un risultato che l'ordinamento ritiene efficiente ⁽⁶⁶⁾.

In tale ottica, l'attenzione dell'interprete chiamato a qualificare il diritto riconosciuto dalla clausola *drag along* si sposta: e dall'effettivo meccanismo della clausola di trascinarsi (opzione *call*, mandato a vendere, preliminare, etc.) la concentrazione del giurista dovrà soffermarsi anche sull'individuazione dei limiti alla libertà del socio di maggioranza di utilizzare il proprio 'potere' assembleare ⁽⁶⁷⁾.

⁽⁶⁵⁾ Come detto *supra* (v. nota 51) ritengo che l'introducibilità forzosa della clausola *drag along* non sposti quanto già detto in termini di riconducibilità della fattispecie all'interno dell'ambito del mandato. Pur non essendoci la volontà espressa del socio forzato di dotare il socio di maggioranza del potere di trascinarlo fuori dalla compagine, la sua volontà è assorbita da quanto deliberato in sede assembleare. Ciò al più rileverà sarà la responsabilità del socio mandatario che ha determinato, con il proprio voto, l'introduzione della clausola, proprio come il caso del socio di maggioranza che voti a favore della propria nomina quale liquidatore unico della società.

⁽⁶⁶⁾ La necessità di un meccanismo di *enforcement* efficace è essenziale se i soggetti economici si comportano in modo opportunistico, cioè “*se perseguono con astuzia finalità egoistiche, ricorrendo anche a comportamenti quali mentire, imbrogliare, rubare, fuorviare, travisare, offuscare, fingere, distorcere e confondere pur di raggiungere i propri fini*”, così WILLIAMSON, *Le istituzioni economiche del capitalismo*, Milano, 1985, p. 134.

⁽⁶⁷⁾ Per chiarezza, il concetto di diritto riconosciuto ai soci in termini di *exit* potrebbe essere ricondotto al concetto di 'potere' spesso utilizzato da Angelici (anche in ANGELICI, (nt. 10), 204) e da quella corrente dottrina – tra cui anche Libertini (cfr. da ultimo, LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello “istituzionalismo debole”*, in *Giur. Comm.*, 2014, 4, p. 669 e seguenti) – che ricostruisce la fattispecie societaria in termini di poteri piuttosto che di diritti; *contra*, per tutti, si veda DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: “contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici”*, in *Giur. Comm.*, 2013, fasc. 3, p. 480, il quale osserva

Si potrebbe dire che la struttura stessa della clausola assume rilevanza non solo da un punto di vista contrattuale ma anche – e, direi, soprattutto – da un punto di vista societario, ove risulta paradigmatica la convivenza di molteplici interessi contrapposti che, in tempi rapidi, devono raggiungere una sintesi (al contempo il più possibile certa ed efficiente).

In tale contesto, è evidente che per comprendere se i diritti riconosciuti ai soci di controllo vengano utilizzati correttamente assume decisiva importanza individuare quali siano gli interessi tutelati dall'ordinamento che giustificano l'introducibilità a maggioranza di una clausola di tale genere.

Parimenti, tale ricerca può essere svolta anche assimilando natura e funzione della clausola con altri strumenti espressamente previsti dal diritto societario.

Come vedremo nel prosieguo della presente ricerca – e come si è già accennato – il diritto del socio di introdurre forzosamente una clausola di *drag along* è per molti versi assimilabile al diritto – riconosciuto espressamente dall'ordinamento al medesimo socio di maggioranza – di sciogliere anticipatamente la società *ex art. 2484 cod. civ.*

La qualificazione del diritto del socio di introdurre forzosamente una clausola che comporti un *exit* collettivo potrebbe, dunque, assimilarsi, a quel

acutamente come la apparente contrapposizione tra diritti e poteri abbia perso “*molta della sua capacità ordinante, quando la confrontiamo con una oramai generalizzata sottoposizione di tutti gli atti di esercizio dei diritti (contrattuali e non) ad un vaglio in termini di buona fede oggettiva e di abuso del diritto*”.

diritto che l'art. 2484, I co., n. 7, cod. civ., che ammette lo scioglimento delle società di capitali “*per le altre cause previste dall’atto costitutivo o dallo statuto*”.

Tra i commentatori della norma, vi è anche chi, correttamente, ritiene che tra le cause statutarie di scioglimento possano ammettersi “[...] *l’uscita dalla società per varie cause di alcuni soci, la perdita della loro collaborazione, il non raggiungimento di specifiche maggioranze in casi di particolare importanza [...]*”⁽⁶⁸⁾.

Ammettere la possibilità di introdurre forzatamente clausole di tal genere – che, prevedendo lo scioglimento anticipato della società e, dunque, la determinazione di effetti in parte simili a quelli prodotti dal potere di trascinamento – significa ammettere un *exit* collettivo giustificato dal perseguimento di interessi (nel caso) appartenenti al solo socio di maggioranza.

Tuttavia, in entrambi tali casi, il potere di determinare il grado di rimborso del socio cui viene forzata l’uscita dalla compagine è affidato a un organo che sarà al contempo da ritenersi responsabile laddove tale potere sia esercitato senza la dovuta diligenza. Continuando a ragionare per assimilazioni, infatti, potrebbe in qualche modo accostarsi la figura dell’organo liquidatorio – nel caso di uno scioglimento anticipato – a quella del socio di maggioranza dotato del potere di trascinamento, facendo così

⁽⁶⁸⁾ In questi termini, BALZARINI, *commento sub art. 2484*, in *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, in Commentario Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2016, p. 33.

emergere un ulteriore profilo di analogia della clausola con l'istituto del mandato.

Nel successivo capitolo, dunque, si proporrà un percorso argomentativo volto a sostenere l'introducibilità a maggioranza della clausola *drag along*, analizzando la clausola non solo come strumento contrattuale tra soci ma come strumento societario assimilabile ad altri strumenti societari che – per gli effetti che vanno a produrre – possono essere assimilati al potere di trascinamento in essa contenuto.

CAPITOLO 2

L'INTRODUZIONE A MAGGIORANZA DELLA CLAUSOLA DI *DRAG ALONG*.

2.1 Breve premessa 39 2.2 L'introduzione forzosa della clausola di drag along come strumento di incentivo al disinvestimento: il concetto di exit passivo 59 2.3 La clausola di drag along non si esaurisce in un mero vincolo alla circolazione delle partecipazioni 74 2.4 La clausola di drag along non è neppure assimilabile alle azioni riscattabili 79 2.5 Lo scioglimento (potenzialmente anch'esso forzoso) della società di capitali e gli effetti assimilabili all'introduzione della clausola drag along 94 2.6 La portata del diritto della maggioranza di deliberare lo scioglimento della società 104

Inquadrata la funzione della clausola di *drag along*, intesa quale strumento del diritto societario e, più in particolare, quale strumento privato in grado di rispondere a determinate esigenze degli investitori e del mercato in generale, è lecito e opportuno chiedersi se tale clausola possa essere introdotta a maggioranza nello statuto delle società di capitali o se, al contrario, la sua introduzione debba necessariamente essere approvata all'unanimità dall'assemblea dei soci o, quanto meno, con il consenso di quei soci che potrebbero essere trascinati ⁽⁶⁹⁾.

⁽⁶⁹⁾ A favore dell'unanimità si esprimono giurisprudenza e notariato. Si veda in proposito, Trib. Milano, Giud. Rel. Riva Crugnola, decr. 25 marzo 2011, in *Giur. Comm.*, 2012, 5, II, p. 1050, secondo cui “Non sono introducibili a maggioranza nello statuto di una società per azioni le clausole (di “drag-along” o di riscatto) che determinano la soggezione di un socio (socio “forzabile” o “riscattabile”) all'altrui potere di provocare la cessazione del rapporto sociale, come nel caso in cui si attribuisca al socio o ai soci che possiedono almeno il 50% del capitale sociale il potere di alienare, contestualmente alla loro partecipazione sociale, anche quella degli altri soci allo stesso prezzo unitario e alle stesse condizioni, ed ancorché il socio “forzabile” possa esercitare il diritto di prelazione riconosciutogli dallo statuto”; si veda poi la già citata *supra* Massima notarile n. 88 del Consiglio Notarile di Milano (cfr. Cap. I) secondo cui “Si reputano legittime le clausole statutarie che prevedono, in caso di vendita di partecipazioni in s.p.a. o in s.r.l., il diritto e/o l'obbligo dei soci diversi dall'alienante di vendere contestualmente, a loro volta, le

Preliminare a ogni tipo di analisi sul punto, occorre chiedersi se gli effetti positivi ⁽⁷⁰⁾ che la clausola produce in un contesto assembleare accondiscendente – che, come sopra visto, confermano la meritevolezza della clausola ai sensi dell’art. 1322 cod. civ. – possano essere considerati tali anche nell’ambito di una assemblea contrastata, tra chi (il socio di maggioranza) intenda inserirla nello statuto e chi (il socio di minoranza), invece, si opponga.

Occorre, poi, interrogarsi sulla astratta ammissibilità di una siffatta introduzione “contrastata”, valutando se essa sia compatibile con la fisionomia del diritto societario delineata dal legislatore del 2003 e, in particolare, in parte lo si è già anticipato, se la fattispecie sia riconducibile a istituti espressamente previsti *ex lege* che – quanto meno sotto il profilo degli effetti – possano essere assimilati alla clausola di *drag along* ⁽⁷¹⁾.

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". Si veda, inoltre, Trib. Milano, 14 marzo 2012, in *Soc.*, 2012, pp. 582 e seguenti; Trib. Milano, 21 dicembre 2014, in *BBTC*, 2016, 1, II, p. 84.

⁽⁷⁰⁾ Per effetti positivi si intende *in primis* la possibilità (già segnalata *supra*) di prevenire facili ostruzionismi da parte della minoranza. Oltre agli Autori già citati in precedenza, si veda anche CHEMLA, LJUNGQVIST, HABIB, *An analysis of Shareholder Agreements*, 2004, su www.ssrn.com, ove, a p. 2, affermano che “*drag-along rights deny the parties the ability to increase their share of the payoff by threatening to hold out on a value-increasing trade sale*”.

⁽⁷¹⁾ Sulla funzione della clausola *drag along*, si veda anche BIENZ, WALZ, (nt. 13), ove gli Autori affermano che “*after the holder of this right achieves a deal with a buyer, this clause gives the holder the right to force all other shareholders to sell their shares to the buyer for the same conditions. This strategy avoids an exit from being delayed or stopped entirely by one party who is unwilling to sell. The drag-along right constitutes a call option on the shares of the other shareholders under which the price agreed upon with outside parties acts as an endogenous strike price. Granting a drag-along right to the VC brings potential new problems, because the VC could try to sell the firm for a low price to a buyer who*

A ben vedere, l'analisi preliminare circa la permanenza delle medesime funzionalità della clausola *drag along*, anche se introdotta forzosamente, consentirà di appurare la *vicinanza* di tale clausola agli strumenti di *exit* passivo ⁽⁷²⁾ e, più, in particolare, all'ipotesi di scioglimento deliberata dall'assemblea *ex art. 2484, I co., n. 6), cod. civ.* ⁽⁷³⁾, e di

would compensate the VC via kickbacks. One way to overcome such opportunistic VC behavior is to grant a pre-emption right to the entrepreneur”.

⁽⁷²⁾ Per tale definizione, si veda DEL LINZ, (nt. 1), 1074, il quale afferma che tali clausola (*drag-along* e *tag-along*) sono da ricondurre “*anche nel nostro ordinamento alla disciplina dell'exit societario, il cui fondamento economico risiede rispettivamente, per l'exit attivo, nell'intento di evitare che il socio resti prigioniero della società, mentre per l'exit passivo, specularmente, nell'intento di evitare che la società resti prigioniera di una minoranza scomoda*”.

⁽⁷³⁾ Per una assimilazione della clausola di *drag along* all'ipotesi dello scioglimento anticipato della società, si veda, peraltro, di recente, Trib. Milano, decreto, Pres. Rel. Dott. Perozziello, 22 dicembre 2014, cit., ove il Collegio, chiamato a pronunciarsi sulla legittimità di una modifica statutaria ai sensi dell'art. 2436 cod. civ., afferma che “*nel momento in cui si riconduce così la ragione costitutiva di una simile previsione statutaria alla tutela di un interesse al disinvestimento, quale anch'esso ricompreso nella causa del contratto di società, allora si deve prendere atto di una significativa distanza di una tale fattispecie da quella tipica della “esclusione” disciplinata ex lege (invece strettamente funzionale ad esigenze di governo della fase più strettamente attuativa/imprenditoriale del contratto sociale), una fattispecie in realtà (quella di *covendita* nei termini di cui alla delibera in parola) che piuttosto pare richiamare il generale potere della maggioranza assembleare di disporre lo scioglimento della società attraverso liquidazione dei beni sociali invece che delle quote*”. In dottrina, invece, si veda ANGELICI, (nt. 26), 217, nota 97, dove l'Autore, citando anche BECKER, *Die Zulässigkeit von Hinauskündigungsklauseln nach freien Ermessen im Gesellschaftsvertrag. Zugleich eine Besprechung von Russian Roulette, Texan Shoot Out- und Drag-along Klauseln*, Peter Lang, Frankfurt am Main, 2010, p. 140 e seguenti, afferma che “*è anche possibile, e riterrei preferibile, sottolineare la circostanza che in effetti la clausola di drag-along non pone i problemi di cui si preoccupa il segnalato orientamento giurisprudenziale e, in particolare, non può essere equiparata ad un'ipotesi di esclusione. La circostanza in particolare che il suo esito è l'alienazione dell'intera partecipazione sociale, anche di quella del socio cui compete il potere di «trascinamento», per un verso implica un'omogeneità di conseguenze per tutti i soci, ed allora quanto meno ne riduce la portata come mezzo di pressione nei confronti degli altri soci al fine di alterare i rapporti endosocietari [...] per un altro verso assume il significato, dal punto di vista del socio «trascinato», non tanto di un'esclusione, quanto di una liquidazione della società*”. La disciplina dello scioglimento, come noto, è peraltro applicabile indistintamente, sia alle s.p.a. sia alle s.r.l. Se, infatti – ma lo vedremo meglio *infra* – l'ordinamento ha eletto il principio maggioritario come unica chiave di lettura della *governance* societaria, anche nell'ambito di una possibile uscita dall'investimento da parte di tutta la compagine, analogicamente si può concludere affermando la sussistenza dello stesso riconoscimento del potere in mano alla maggioranza anche nell'introduzione della clausola *d.a.* Permane, dunque, il legittimo riferimento parallelo a entrambe le distinte

constatare, al contempo, la sua *lontananza* rispetto agli altri istituti (come riscatto, esclusione, limiti alla circolazione delle partecipazioni) spesso erroneamente richiamati dalla dottrina ⁽⁷⁴⁾ e dalla giurisprudenza che si è occupata della materia ⁽⁷⁵⁾.

Raffrontando la clausola *drag along* con gli istituti sopra richiamati si confermerà il suo ruolo di efficace (ed efficiente) strumento di uscita dall'investimento societario e la sua evidente somiglianza ai meccanismi di *squeeze out* e di diritto alla vendita di cui alla disciplina del TUF per le sole quotate, rilevando come alcuni degli interessi perseguiti da tali ultime discipline siano ravvisabili anche nel mercato dei capitali delle non quotate: soprattutto in contesti economici, quali quello italiano ed europeo, dove le non quotate costituiscono la regola (e le quotate l'eccezione).

tipologie di società di capitali, essendo cruciale, per i temi oggetto di analisi, solamente il fatto che alle stesse non siano applicabili le norme del TUF in tema di OPA.

⁽⁷⁴⁾ Con riferimento alla dottrina che si è occupata della materia, si rinvia a (in ordine alfabetico) ANGELICI, (nt. 26); CAPPUCCI, (nt. 3); D'ALESSANDRO, (nt. 12); DEL LINZ, (nt. 1); DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento ("drag along")*, (nt. 1); ID., *Ancora sulle clausole statutarie* (nt. 1); DI BITONTO, (nt. 1); DIVIZIA, (nt. 3); ID., (nt. 14); FABBRINI, (nt. 35); GIAMPAOLINO, (nt. 2); LUONI, (nt. 1); MALIMPENSA, (nt. 1); ID., *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *Riv. dir. soc.*, 2011; MASSA, (nt. 1); PASSARELLI, *Socio di minoranza: padrone della propria partecipazione o socio in balia del «trascinatore»? analisi delle clausole «tag, drag e bring along»*, in *Rivista notarile*, Roma, fasc. 1, 2013, p.65 e seguenti; PONTI, PANNELLA, (nt. 21); RESCIO, (nt. 1); ROSSANO, (nt. 1); SALVATI, *I limiti statutarie alla circolazione delle azioni: il diritto al disinvestimento*, Milano, 2011, p. 235 e seguenti; SATTA, *Clausola di bring along: struttura, finalità e requisiti essenziali*, in *Riv. Dir. Impr.*, 2008, p. 525 e seguenti; SBISÀ, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinamento (drag- along)*, in *Contratto e Impresa*, 2015; E. SPOLIDORO, (nt. 1); STABILINI – TRAPANI, (nt. 23); WEIGMANN, (nt. 1).

⁽⁷⁵⁾ In particolare si fa riferimento al già citato decreto emesso dal Tribunale di Milano, Pres. Rel. Dott.ssa Riva Crugnola, in data 25 marzo 2011, reso nell'ambito di un procedimento *ex art. 2436 cod. civ.* ove un esplicito e ben argomentato (ma qui ritenuto erroneo) parallelismo con l'istituto delle azioni riscattabili *ex art. 2436-sexies cod. civ.*

Ad esito di tale percorso argomentativo si dimostrerà, dunque, come la clausola di trascinamento – così come l’avvio dello scioglimento della società – possa essere introdotta in statuto, *durante societate*, anche a maggioranza, salvo il rispetto dei *quorum* previsti *ex art. 2484, I co., n. 6)*, cod. civ.

Proseguendo nell’*iter* argomentativo così avviato, si concluderà negando un diritto *sic et simpliciter* di recesso in favore del socio che non ha concorso alla sua introduzione, rimanendo salve quelle situazioni ove si dimostri la ricorrenza dei presupposti di fatto per una sua concreta operatività.

Sotto questo profilo, si concentrerà l’attenzione sull’ipotesi legittimante il recesso ai sensi dell’art. 2497-*quater*, lett. c), cod. civ. ravvisando in tale fattispecie normativa una possibile chiave di lettura di tutte quelle situazioni dove il socio di maggioranza introduce, nel dibattito con la minoranza, un elemento che ribalta lo *status quo ante* e proietta il rapporto in una nuova dimensione dell’investimento, legittimando il socio di minoranza a pretendere una tutela in forma di *exit* ⁽⁷⁶⁾.

⁽⁷⁶⁾ Sul punto, si veda VENTORUZZO, *I criteri di determinazione delle azioni in caso di recesso del socio*, Riv. Soc., 2005, p. 314 ove afferma che la previsione del recesso nell’ipotesi di inizio e cessazione dell’attività di direzione e coordinamento accrescerebbe notevolmente la rilevanza economica del rimedio per i soci esterni, valendo infatti ad «attribuire loro un “posto” al “tavolo delle trattative” sulla cessione della partecipazione di controllo». Si veda, di recente, sul punto CARUSO, *Inizio e cessazione della direzione e coordinamento e recesso del socio*, Torino, 2012, p. 10 e seguenti, che sostiene come “il rimedio in esame – letto in quest’ottica – costituirebbe anzi una disciplina legale di riferimento rispetto a pattuizioni contrattuali frequenti nella conclusione di operazioni di acquisto o sottoscrizione di partecipazioni di società non quotate, specie da parte di operatori di private equity o venture capital”. Si veda, peraltro, in un contributo sui

2.1 BREVE PREMESSA

Prima di procedere nel percorso sopra tracciato, si ritiene, dunque, opportuno svolgere qualche breve considerazione in merito ai motivi economici che potrebbero giustificare una siffatta apertura all'introduzione forzosa della clausola *drag along*, confermando – rispetto a quanto emerso nel capitolo precedente – che l'evento “espropriativo” conseguente all'esercizio del diritto di trascinamento ⁽⁷⁷⁾ non costituisce un'uscita pregiudizievole per gli interessi del socio di minoranza ⁽⁷⁸⁾ ma consente,

contenuti della legge delega “Mirone”, ma antecedente al decreto legislativo di attuazione, anche SACCHI, *Sui gruppi nel Progetto Mirone*, in *Giur. comm.*, fasc. 3, 2000, p. 365, il quale, soffermandosi sull'efficacia del recesso quale forma di tutela del socio esterno all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento, ipotizzava altre “*adeguate forme di tutela [che] potrebbero consistere nel diritto di farsi acquistare la quota dai soci favorevoli all'ingresso nel gruppo*”. Tali forme di tutela potrebbero peraltro allinearsi a strumenti conosciuti e utilizzati in altri ordinamenti che prevedono tale diritto in capo al socio di minoranza (vedi *infra*, nota 110).

⁽⁷⁷⁾ Sulla natura “espropriativa” dell'operatività della clausola *drag along*, ne tratta anche la dottrina che rivolge la propria attenzione da un punto di vista europeo. Si veda, a proposito, VENTORUZZO, *Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform proposals*, 2010, p. 60, consultabile su www.ssrn.com, ove sostiene che “*most continental European systems emphasize the property rights of the single shareholder over the shares she owns, and consider most forced acquisitions an infringement of the right to own property*”, facendo espresso riferimento, alla nota 179, agli ordinamenti della Repubblica Ceca, della Germania e dell'Italia. Parimenti anche SASSO, *Corporate governance and the role of hybrid financial instruments in the UK and US*, in *Corporate Finance and Capital Markets Law Review*, 2011, consultabile anche su www.ssrn.com, per cui (p. 11) la clausola di *drag along* “[is] attempt to control two types of opportunistic behavior both associated with underinvestment problems. On the one side, there is a risk of expropriation of the investment on the occasion of inefficient sales; on the other, there is a risk of extortion in efficient or productive sales, a problem also referred to as free riding”.

⁽⁷⁸⁾ Il presente lavoro parte dal presupposto della caratterizzazione del socio di società di capitali soprattutto come investitore (cfr. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, p. 129 e seguenti), da qui deducendo che la sua tutela debba concentrarsi soprattutto nella salvaguardia del valore economico dell'investimento. Sul punto, si rinvia a ANGELICI, (nt. 26), 214, nota 93, ove, con esclusivo riferimento alle società per azioni, puntuali riferimenti agli approcci seguiti in Germania. L'Autore, ipotizzando un'adesione all'ottica di una tutela sempre e comunque risarcitoria dell'azionista, sostiene che “*l'inevitabile spazio di discrezionalità del legislatore nel*

anzi, di realizzare una soluzione contemperante con quelli (confliggenti) del socio di maggioranza.

Nelle situazioni di forte dissidio assembleare, infatti, dove il conflitto tra socio di maggioranza e socio di minoranza – relativo alle dinamiche di uscita dall'investimento – è divenuto tale da rendere improduttivo e, dunque, sconveniente, qualsiasi tentativo di comporre le contrapposte vedute, una soluzione permissiva all'introduzione forzosa della clausola potrebbe condurre lo scontro – spesso generatore di inutili contenziosi e di atteggiamenti opportunistici posti in essere da entrambe le parti – verso un “divorzio” controllato ⁽⁷⁹⁾ e quasi mai anti-economico, anche con riferimento agli interessi dell'impresa ⁽⁸⁰⁾.

definire i criteri per la compensazione economica degli azionisti di minoranza gli consenta anche di perseguire ulteriori interessi di portata generale, per esempio adottando una politica di incentivo o disincentivo delle tendenze verso la concentrazione imprenditoriale”.

⁽⁷⁹⁾ È opportuno sul punto prestare particolare attenzione alle soluzioni adottate in altri ordinamenti per comporre conflitti insormontabili tra soci di società chiuse. La tutela che spesso viene apprestata al socio di minoranza (dalla legge o, in taluni ordinamenti di *common law*, dal giudice) è costituita dal riconoscimento di un diritto al disinvestimento mediante l'obbligo del socio di maggioranza di acquistarne la partecipazione. Si rinvia a quanto si dirà *infra* nelle note 110 e 120 e in particolare a FRIGENI (nt. 78), p. 53 e seguenti, ove l'Autore rimanda ad ampi riferimenti sia in dottrina sia in giurisprudenza.

⁽⁸⁰⁾ Per “interessi” dell'impresa, si fa qui riferimento soprattutto agli interessi dei lavoratori legati alla società per lo svolgimento dell'attività economica. Come si vedrà *infra*, infatti, l'ipotesi di trasferimento dell'intero pacchetto di partecipazioni è preferibile all'alternativa dello scioglimento della società in quanto presuppone la prosecuzione dell'attività lavorativa. Al contrario, nel caso di scioglimento della società e di conseguente interruzione dei rapporti di lavoro, si potrebbe ravvisare un argomento a supporto dell'invalidità della delibera assembleare. Sul punto, WEIGMANN, *La liquidazione delle società davanti al giudice del lavoro*, Milano, 1985, p. 1 e seguenti, secondo il quale la deliberazione di scioglimento anticipato non basata su circostanze oggettive contrasta col diritto dei dipendenti alla conservazione del posto di lavoro e sarebbe in quanto tale nulla perché integrante condotta antisindacale *ex art. 28, L. 20.5.1970, n. 300*; *contra*, NICCOLINI, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni*, in *Tratt. Colombo, Portale*, VII, 3, Torino, 1997, p. 348.

D'altronde, se abbiamo potuto appurare che la clausola *drag along* – se inserita negli accordi di *joint venture* – costituisce uno strumento funzionale a coordinare l'uscita dall'investimento (e così a scongiurare situazioni in *impasse* tra soci che costringano l'utilizzo di strumenti sconvenienti, quale lo scioglimento anticipato)⁽⁸¹⁾, può ritenersi che tale funzione permanga anche nel caso in cui tali soggetti non abbiano concordato in anticipo l'inserimento di detta clausola in statuto, così come nel caso in cui il socio di minoranza – potenziale socio trascinato – sia portatore di un interesse contrastante al suo inserimento *durante societate*⁽⁸²⁾.

Nella maggior parte dei casi, invero, le motivazioni che inducono il socio di minoranza a opporsi all'introduzione in statuto della clausola sono riconducibili al fatto che questi consideri rischioso assoggettare la propria partecipazione alla *mercé* del socio di maggioranza: vuoi per scarsa fiducia verso quest'ultimo⁽⁸³⁾, vuoi per questioni che potremmo definire accessorie

⁽⁸¹⁾ Si veda anche MATTHEWS, *Drag-Along and Tag-Along Rights*, in vcorbust.com. Nella letteratura italiana, si veda anche SBISÀ, (nt. 71), 627 il quale afferma che le clausole – quale quella *drag along* – volte a disciplinare l'uscita dall'investimento da società chiuse “*possono essere descritte come strumenti tesi a rimediare ai rischi di opportunismo ex post di una delle parti innescati dall'intrinseca incompletezza del contratto sociale e, quindi, in una prospettiva ex ante (rivolta cioè al momento della conclusione del contratto), a favorire un investimento efficiente delle parti nel contratto medesimo*”.

⁽⁸²⁾ Tale interesse, in particolare, potrebbe essere di varia natura ma, in ogni caso, per essere tutelato, deve essere necessariamente di natura economica. È evidente, infatti, che tutelare un interesse diverso (ad es. un legame prettamente affettivo) stravolgerebbe qualsiasi tipo di disciplina avente a che fare con gli investimenti societari, finendo per determinare conseguenze altamente pregiudizievoli per i capitali investiti e per il mercato in generale.

⁽⁸³⁾ Come abbiamo visto, la natura della clausola *d.a.* si avvicina per molti aspetti a una sorta di mandato a vendere (cfr. MAZZONI, (nt. 2), 506) con la conseguenza che al mandatario socio di maggioranza possono essere addebitati comportamenti inadempienti e negligenti. Il tema potrebbe condurre verso un parallelismo con i doveri fiduciari

alla partecipazione ⁽⁸⁴⁾, vuoi, infine, perché lo stesso socio minoritario confida nel fatto che, opponendosi, potrebbe ottenere dei vantaggi economici in cambio di un'uscita consensuale.

Prima di procedere con un'analisi economica che valuti l'opportunità di come tutelare tali interessi – riconoscendo al socio minoritario un potere di veto ovvero una mera tutela risarcitoria – è utile fin da subito segnalare che le ultime due motivazioni qui prese in considerazione non possono neppure astrattamente giustificare l'assegnazione di un siffatto potere alla minoranza, rappresentando la prima (interessi accessori) una questione totalmente estranea all'operazione di disinvestimento, la seconda (vantaggi correlati all'esercizio del potere) una mera conseguenza del riconoscimento del potere di veto, non una sua giustificazione.

Sotto il primo aspetto, la sconvenienza dell'uscita forzata del socio di minoranza per il venir meno dei benefici derivanti da situazione parallela alla partecipazione societaria rappresenta, in effetti, un evento spesso inevitabile: l'uscita da una società con cui si intrattengono ulteriori rapporti potrebbe, infatti, comportarne una loro brusca interruzione.

riconosciuti dagli ordinamenti anglosassoni (che non si esauriscono nei rapporti tra soci e amministratori ma sono rinvenibili anche tra i soli soci); sul punto si rinvia a Cfr. EISENBERG, *The Structure of Corporation Law*, 89 Colum. L. Rev. 1461 (1989), p. 1465 e seguenti.

⁽⁸⁴⁾ Per motivazioni accessorie si intendono quelle situazioni in cui il socio di minoranza, per il solo fatto di essere socio, gode di benefici che prescindono dal valore della partecipazione. Il caso tipico è quello del socio imprenditore che ricopre una carica gestoria o dirigenziale in società (o in una o più società controllate o collegate): in tale situazione, il socio potrebbe avere interesse a opporsi a una vendita massimizzante in quanto perderebbe tutti i benefici di cui gode.

Ciò nonostante, è evidente che tali benefici debbano essere considerati come elementi estranei alla vicenda di cui ci stiamo occupando, non solo e non tanto perché tali interessi appaiono, anche da un mero punto di vista formale, scollegati alla partecipazione che verrebbe forzosamente trascinata, quanto soprattutto perché le relazioni da cui scaturisce il beneficio (ad es. la carica gestoria del socio, o il suo contratto da dirigente) sono tutelate da previsioni contrattuali (e di legge) autonome.

Anzi, potrebbe, al contrario, rilevarsi come l'estraneità di tali interessi del socio – qualora diametralmente opposti a quelli del socio di maggioranza – possano determinare una situazione di insanabile conflitto, tale da dover sottoporre l'esercizio del diritto di voto alla disciplina di cui all'art. 2373 cod. civ. ⁽⁸⁵⁾.

⁽⁸⁵⁾ Come noto, è considerato rilevante sia l'interesse proprio del socio che l'interesse di un terzo inconciliabile con quelli della società, in modo che all'utilità conseguita o conseguibile dal socio per sé medesimo o per il terzo segue o possa seguire il danno della società (FRÈ, *sub* art. 2373, in Frè, Sbisà, *Società per azioni*, 1, in *Comm. Scialoja, Branca, V, Del lavoro*, Bologna-Roma, 1997, p. 698). Ai fini della configurazione di un interesse diretto del socio configgente con quello della società sono stati, peraltro, considerati rilevanti anche particolari rapporti che il socio può avere con soggetti terzi e che possono condizionare l'esercizio del diritto di voto per la rilevanza dell'interesse altrui sia diretto che indiretto (GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987, p. 213). Da questo punto di vista, rilevano ai fini del conflitto le ipotesi in cui il socio subirebbe un pregiudizio economico dall'operare contro l'interesse di un terzo che abbia un interesse in conflitto con la società: rapporto di lavoro autonomo o dipendente; promessa di una data delibera societaria (*ex* art. 1381 cod. civ.); responsabilità per inadempimento, ecc. (così PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Tratt. Colombo, Portale*, III, 2, Torino, 1993, p. 124): in questo caso, pur essendo il terzo il diretto portatore dell'interesse contrario a quello della società, le conseguenze negative sul piano patrimoniale cui è esposto il socio determinano comunque una posizione di conflitto di interessi con la società dello stesso socio votante. Lo stesso Autore poc'anzi citato ha considerato rilevante ai fini della configurazione di un conflitto indiretto fra interesse sociale e interesse del socio extrasociale qualsiasi operato del socio nell'interesse di un terzo e segnatamente non solo le ipotesi in cui il socio agisca in adempimento di un obbligo con o senza incarico altrui o per compiere una liberalità, ma anche qualora fra socio e terzo vi siano rapporti familiari e sociali che possono influenzare

A maggior ragione, se si dovesse concludere assoggettando l'esercizio del diritto di voto dei soci a tale norma, non si vede come possa riconoscersi loro un ancor più incisivo diritto di veto.

Con riferimento, invece, all'interesse del socio minoritario di opporsi all'uscita forzata (seppur collettiva), al solo fine di negoziare l'*exit* al prezzo più alto possibile, valgono le stesse considerazioni che si faranno a breve sull'opportunità di riconoscergli una tutela operante *ex post* piuttosto che *ex ante*.

La questione, infatti, è parzialmente tautologica in quanto l'interesse del socio di minoranza di aver voce in capitolo nella vicenda relativa al disinvestimento – e, quindi, di poter negoziare come meglio crede la sua uscita – sorge dalla scelta di riconoscergli un potere; è infatti evidente che se il socio di minoranza fosse privo della possibilità di contrastare efficacemente le decisioni assembleari della maggioranza, non si porrebbe alcun tema in merito all'eventuale esercizio abusivo di un potere da parte del socio di minoranza.

Peraltro, come visto in precedenza, la struttura della clausola *drag along* e dei suoi diritti di corredo (*tag along* e prelazione⁽⁸⁶⁾) realizza già di

fortemente gli interessi e quindi il voto dei soci, pur non formalizzandosi in promesse o contratti vincolanti (PREITE, *op. cit.*, p. 127). In conformità con quanto sopra, in giurisprudenza è stato osservato come il conflitto di interessi può sussistere e risultare di notevole gravità e pregiudizio anche nell'ipotesi in cui l'interesse extrasociale in conflitto appartenga a terzi (Trib. Milano, sent., 26 giugno 1990, in *Giur. It.*, 1991, I, 2, p. 108).

⁽⁸⁶⁾ Sull'opportunità di prevedere, oltre alla clausola *d.a.*, anche un diritto di prelazione, si rammenta quanto già *supra* riportato da BIENZ, WALZ, (nt. 13), ove gli Autori affermano che “Granting a drag-along right to the VC brings potential new problems, because the VC could try to sell the firm for a low price to a buyer who would compensate the VC via

per sé un lucido punto di equilibrio tra gli interessi del socio di maggioranza (essere libero di dismettere agilmente il proprio investimento a valori di mercato) e quelli del socio di minoranza (non rimanere pregiudicato dal trascinarsi), dovendosi, dunque, rifuggire l'idea che un siffatto equilibrio possa essere raggiunto solamente per mezzo di uno scontro tra soci.

Passando, invece, al vero nodo della questione, ossia alla possibile sconvenienza dell'uscita per la scarsa fiducia riposta sul socio di maggioranza ⁽⁸⁷⁾, ritengo che aderire a una impostazione di tutela che operi *ex ante* – quale il potere di veto assembleare – sia totalmente inefficiente ⁽⁸⁸⁾ rispetto a una prospettiva che lo tuteli *ex post*.

In una prospettiva di tutela *ex post*, ogni qual volta il socio di minoranza riscontri una valorizzazione delle proprie partecipazioni trascinate ⁽⁸⁹⁾ disallineata con i valori di mercato, questi sarà in grado di intraprendere un'azione legale, allegando l'inadempimento del socio trascicante e quantificando il danno sulla base di una perizia da cui risulti

kickbacks. One way to overcome such opportunistic VC behavior is to grant a pre-emption right to the entrepreneur”.

⁽⁸⁷⁾ Che tale interesse sia l'unico di cui è portatore il socio di minoranza e che necessita di una tutela specifica *ex lege*, lo affermano anche BIENZ, WALZ, (nt. 13).

⁽⁸⁸⁾ L'opportunità di individuare un meccanismo di tutela efficiente è necessario laddove i soggetti economici si comportano in modo opportunistico, quando “*perseguono con astuzia finalità egoistiche, ricorrendo anche a comportamenti quali mentire, imbrogliare, rubare, fuorviare, travisare, offuscare, fingere, distorcere e confondere pur di raggiungere i propri fini*”, così WILLIAMSON, *Le istituzioni economiche del capitalismo*, Milano, 1985, p. 134. L'opportunismo dei soci nel negoziare l'uscita dalla società è un fatto direi incontestabile e che impone all'interprete di individuare una tutela il più efficiente possibile.

⁽⁸⁹⁾ Il tema dei trasferimenti efficienti del capitale sociale è stato ricostruito e analizzato in maniera approfondita dalla letteratura sulle offerte pubbliche di acquisto e sull'acquisto del controllo delle società quotate. Cfr. BEBCHUK, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 *Quarterly J. Of Ec.* (1994), p. 957; KAHAN, *Sales of Corporate Control*, 9 *J. Of L. Ec. & Org.* (1993), p. 368.

una valorizzazione di mercato difforme (*in melius*) rispetto alle condizioni raggiunte dalla compravendita tra il socio «trascinante» e il terzo ⁽⁹⁰⁾.

Tanto più sarà fondata l'azione – tanto più, quindi, sarà condivisibile la valutazione del perito incaricato dal socio «trascinato» e tanto più disallineata con tale valutazione sarà l'offerta accettata dal socio trascicante – quanto più sarà possibile confidare in un esito vittorioso del giudizio o, comunque, in una composizione transattiva che soddisfi le originarie pretese.

Certo, è innegabile che una tutela successiva e giurisdizionale sarà in ogni caso più costosa, lunga e incerta e, in definitiva, possa talvolta mortificare le stesse esigenze di tutela degli interessi del socio di minoranza ⁽⁹¹⁾; ma ciò non legittima, di per sé, il riconoscimento di un potere di veto in capo al socio di minoranza (e, dunque, l'esigenza di una tutela necessariamente *ex ante*): tanto più se il riconoscimento di tale potere determina il rischio di ribaltare *tout court* gli equilibri di forza tra soci,

⁽⁹⁰⁾ Si veda anche il lavoro di STABILINI – TRAPANI, (nt. 23), 949 e seguenti, nella parte in cui analizzano i casi in cui il socio di maggioranza potrebbe essere indotto a vendere la partecipazione totalitaria a un prezzo sconveniente, dove affermano che “Più specificamente, poi, il comportamento del socio di maggioranza in questa ipotesi sembrerebbe integrare una violazione dell'obbligo di esecuzione del contratto in buona fede di cui all'art. 1375 c.c., e sarebbero quindi disponibili al socio di minoranza le tutele tipiche previste dall'ordinamento, e in primo luogo quella risarcitoria. A ben vedere, tra l'altro, il rimedio risarcitorio appare il rimedio più efficiente dal momento che, da un lato, non altera l'equilibrio negoziale tra le parti (come invece la declaratoria di nullità della clausola) e, dall'altro, corregge l'effetto patrimoniale dell'abuso e dunque garantisce alla minoranza una tutela sostanzialmente equivalente a quella garantita dal floor.”

⁽⁹¹⁾ Sul punto, si veda anche PONTI, PANNELLA, (nt. 21), 221 e seguenti.

assegnando al socio minoritario un potere tanto forte da costringere il socio di maggioranza a prendere decisioni complessivamente antieconomiche ⁽⁹²⁾.

Il potere di veto riconosciuto al socio di minoranza, infatti, pur potendo essere esercitato in maniera abusiva – e, quindi, esclusivamente per ottenere un *surplus* dal socio di maggioranza – non è efficacemente contrastabile dal socio di maggioranza, posto che quest'ultimo è privo di strumenti in grado di dimostrare, in un ipotetico giudizio, l'utilizzo abusivo e *contra legem* di tale potere di veto: si tratterebbe di una sorta di prova diabolica, non potendo essere in alcun modo censurato il comportamento di un socio che non intende vendere la propria partecipazione.

A differenza, infatti, delle sopra descritte difficoltà processuali che incontrerebbe il socio di minoranza, nell'ambito di una tutela *ex post*, il socio di maggioranza, al fine di contrastare *ex ante* il comportamento abusivo del socio di minoranza che pone il proprio veto all'introduzione della clausola, dovrà essere in grado di dimostrare l'indimostrabile, ossia

⁽⁹²⁾ Peraltro, da un diverso punto di vista – che, comunque, verrà sviluppato anche nel prosieguo – si può altresì rilevare come un'obiezione fondata sulla complessità del procedimento giurisdizionale chiamato a valutare una asserita illegittima svalutazione di un pacchetto azionario sia in qualche modo in contrasto con lo stesso sistema delineato dal legislatore della riforma del diritto societario. Sul punto si tornerà quando si affronterà nello specifico il tema relativo alla valorizzazione della partecipazione oggetto dell'offerta del terzo; in questa sede, basti considerare che la determinazione del valore di un pacchetto partecipativo (comprensivo anche del suo premio di controllo) costituisce un procedimento di calcolo la cui complessità non può costituire un elemento ostativo alla libertà d'azione della maggioranza, poiché una tale impostazione contrasterebbe con il sistema delineato dalla disciplina in tema di diritto di recesso. Avendo, infatti, inteso facilitare l'uscita del socio recedente a un prezzo *fair*, il legislatore ha inteso rafforzare il potere assembleare della maggioranza, anche in situazioni ove l'uscita dall'investimento, più che essere una facoltà del socio *minor*, costituisce una sorta di passaggio obbligato (altrimenti ritrovandosi titolare di un investimento con un grado di rischio completamente difforme da quello originario).

che l'esercizio di tale potere sia stato giustificato dall'interesse del socio minoritario di ottenere un *exit* dal valore sproporzionato.

Si può, infatti, ben comprendere come, in ottica processuale e contenziosa, al socio minoritario basterebbe affermare la propria contrarietà all'introduzione della clausola *drag along*, giustificando tale scelta sull'ovvia considerazione per cui l'operatività della clausola rende precaria la propria partecipazione, per rendere di fatto incensurabile l'esercizio del proprio diritto di voto.

Il socio di maggioranza, in un'ipotesi come quella appena delineata, si troverebbe, dunque, non solo privo di una tutela *ex post*, ma sarebbe altresì costretto a sacrificare il proprio interesse al disinvestimento e a dover decidere (i) se rimanere in società – e, quindi, anche per non incorrere in possibili responsabilità gestorie, a rifinanziare il progetto imprenditoriale – ovvero (ii) se scioglierla anticipatamente.

Nello specifico, la realizzazione della prima di tali ipotesi *sub (i)* sancirebbe il totale e definitivo sacrificio degli interessi del socio di maggioranza verso una (non sempre possibile) rivalutazione dell'investimento imprenditoriale, la cui concreta fattibilità potrebbe essere messa nuovamente in crisi di fronte al probabile ripetersi in futuro dell'*impasse* tra soci.

La seconda ipotesi costituisce, invece, una sconfitta per entrambe le parti in gioco, poiché, pur determinando effetti molto simili al trasferimento

della partecipazione totalitaria – con l’uscita dei soci dalla società e, dunque, con la tramutazione dei soci in meri creditori – conduce a un trasferimento degli *asset* a valori spesso ribassati (l’unico, dunque, a guadagnarci sarebbe, dunque, il terzo acquirente).

Apparentemente diversa, ma in sostanza del tutto identica all’ipotesi appena considerata, è il caso della società (o meglio, del socio di maggioranza) che, pur lasciando intatta la compagine societaria, decide di utilizzare i propri poteri assembleari per autorizzare la vendita degli *asset* detenuti dalla società.

In questa ipotesi, oltre al rischio che si assume l’organo gestorio di incorrere in evidenti responsabilità per aver, di fatto, liquidato il patrimonio aziendale societario senza aver ufficialmente (e precedentemente) avviato la fase di liquidazione, sarebbe altresì facilmente dimostrabile, in un caso simile, il comportamento abusivo anche del socio di maggioranza il quale, votando a favore della vendita degli *asset* societario, rivelerebbe il proprio interesse alla liquidazione della società, senza aver dapprima deliberato lo stato di scioglimento della società.

Peraltro, tralasciando comunque la (evidente) mancanza di linearità sistematica della soluzione appena prospettata, l’inefficienza di tale soluzione emerge comunque anche considerando che la complessiva operazione di liquidazione – tanto dei singoli *asset* quanto dei residui

componenti aziendali – potrebbe risultare svantaggiosa, da un punto di vista economico, rispetto alla vendita della totalità delle partecipazioni.

Spezzettando il patrimonio della società e procedendo con la vendita dei singoli *asset* si corre il rischio, infatti, di sminuire il valore aziendale considerato nel suo complesso e di perdere (se esistente) qualsiasi valore dell'avviamento aziendale.

Le suddette alternative – la cui inefficienza è tanto evidente in quanto costituisce il principale motivo per cui i *venture capitalists* tendono a imporre la clausola come condizione dell'investimento – rendono poi assai complicata la posizione del socio di maggioranza nella trattativa per concordare l'uscita con il socio minoritario.

Infatti, per convincere il socio di minoranza ad accettare l'introduzione di una clausola che, di fatto, lo rende assoggettato all'altrui volontà e la cui introduzione – cosa ben più rilevante – risulta essere condizionata anche al suo *placet*, il socio di maggioranza si trova costretto a concedere un valore superiore al *quantum* spettante in un'ottica liquidatoria.

Il dilemma è dunque il seguente: se, come ritengo certo, il diritto di disinvestire da parte di un socio di maggioranza deve essere tale anche da poter legittimare quest'ultimo a sciogliere anticipatamente la società, quali diritti possono essere riconosciuti al socio di minoranza e fino a che punto le pretese di quest'ultimo possono considerarsi economicamente efficienti?

Facendo un piccolo passo indietro e ritornando alle possibili soluzioni di cui dispone il socio di maggioranza si potrebbe concludere che, proprio perché inefficienti sono le alternative offerte dall'ordinamento, l'avvio di una negoziazione per un'uscita condivisa sarà di comune interesse per le parti; entrambi tenderanno a concludere un'uscita a condizioni il più favorevole possibile rispetto a quelle derivanti da un possibile scioglimento anticipato.

In tale frangente, ossia in uno scenario dove le alternative ipotizzabili sono dannose per entrambi, il socio di maggioranza ha tanto più da perdere quanto è più alta la sua quota di partecipazione. Al contrario, il socio minoritario avrà tanto più da guadagnare quanto più è bassa la sua partecipazione.

Ciò in quanto, in linea teorica, chi possiede la maggioranza delle partecipazioni di una società, ha investito più soldi e ha un controllo diretto sulla gestione della società, assumendo di conseguenza una maggiore responsabilità rispetto al socio di minoranza.

In tale contesto, il socio di maggioranza potrebbe ritrovarsi costretto ad accettare un'uscita a condizioni che siano di poco più vantaggiose rispetto all'ipotesi (alternativa) della liquidazione della società a seguito di scioglimento anticipato.

Tra l'altro, pur ammettendo che tale esito lo si possa ottenere con una certa semplicità – cosa di cui si dubita fortemente, vista la possibile

diffidenza reciproca delle parti ⁽⁹³⁾ – è, comunque, innegabile che tali condizioni di disinvestimento possano essere eccessivamente sbilanciate in favore del socio di minoranza, il quale si vedrebbe riconoscere una parte del valore della partecipazione di maggioranza.

Tale soluzione – già criticabile sotto un profilo di efficienza, posto che disincentiverebbe gli investitori a ritrovarsi in situazioni di maggioranza senza aver preliminarmente pattuito una efficace disciplina di uscita ⁽⁹⁴⁾ – è da considerarsi inefficiente per un aspetto legato agli equilibri di forza tra socio di maggioranza e socio di minoranza.

Al socio di minoranza, infatti, oltre al potere di veto, verrebbe riconosciuta, come visto sopra, una forza contrattuale sproporzionata, se rapportata a quella del socio di maggioranza e al rispettivo grado di rischio dell'investimento.

Come conseguenza di tale sproporzione tra rischio imprenditoriale e potere contrattuale, il socio di minoranza potrebbe essere incentivato ad assumere un atteggiamento opportunistico e speculativo, anche con riferimento agli affari societari.

Il socio di minoranza potrebbe, infatti, avere interesse a che il valore dell'azienda (dell'*asset*, del marchio, dei prodotti, etc.) diminuisca, in tal

⁽⁹³⁾ Per una serie di vari fattori, potrebbe accadere che non si raggiunga un accordo tra soci e che si avvii una spirale di contenziosi, spesso pretestuosi, e di operazioni stragiudiziali, spesso illegittime, che conducono a esiti dispendiosi e dannosi.

⁽⁹⁴⁾ La preliminare pattuizione degli strumenti di uscita rappresenta, ovviamente, una strada consigliabile per qualsiasi tipo di investimento societario, risolvendo *ex ante* i problemi che potrebbero sorgere nelle ipotesi tracciate dal presente lavoro.

modo dimostrando al socio di maggioranza l'impellenza di una sua decisione: liquidare, reinvestire o concordare un'uscita sproporzionata in favore del socio minoritario.

Si badi, poi, che, qualora il socio di maggioranza e il suo *management* non intervengano tempestivamente, potrebbero incorrere in un'azione di responsabilità – intrapresa dallo stesso socio di minoranza – il cui danno consisterebbe proprio nel decremento del valore aziendale.

Tale scenario, assolutamente verosimile, impone una rivisitazione degli orientamenti che vanno per la maggiore e che escludono l'ammissibilità di una introduzione a maggioranza della clausola *drag along*.

2.2 L'INTRODUZIONE FORZOSA DELLA CLAUSOLA DI DRAG ALONG COME STRUMENTO DI INCENTIVO AL DISINVESTIMENTO: IL CONCETTO DI EXIT PASSIVO.

Lo scenario appena descritto fa emergere la paradossale abnormità dell'eventuale potere di veto della minoranza, soprattutto se ricondotto nell'ambito di una dinamica societaria che riflette la costante contrattazione tra gli interessi del socio di maggioranza e quelli del socio di minoranza; dove, in sostanza, non vige nessuna differenza tra «mercato» e «società»⁽⁹⁵⁾.

⁽⁹⁵⁾ L'approccio del presente lavoro si discosta nettamente dall'impostazione tracciata da ANGELICI, (nt. 26), 181 e seguenti, secondo cui la clausola *drag along* costituisce “una vicenda che non attiene al momento dell'organizzazione della partecipazione sociale, bensì a quello della sua negoziazione nel mercato”. La vicenda societaria e, più in particolare, il

La soluzione permissiva all'introduzione a maggioranza della clausola *drag along* è, dunque, da favorire sotto un profilo di efficienza, poiché, così come abbiamo potuto vedere nel paragrafo precedente, evita la dispersione di valore delle partecipazioni e conduce i soci verso un esito contemperante gli interessi economici di entrambi ⁽⁹⁶⁾, nonché della stessa impresa, dal momento che il trasferimento del suo controllo, compiuto attraverso l'acquisto a un prezzo *fair* delle partecipazioni societarie, si accompagnerebbe presumibilmente al perseguimento di un progetto imprenditoriale volto alla realizzazione di un guadagno e, in definitiva, di un rilancio dell'attività aziendale ⁽⁹⁷⁾.

A livello economico, dunque, l'ammissibilità di un'introduzione forzosa della clausola *drag along* potrebbe comportare effetti positivi ed

dibattito assembleare che viene a crearsi in contesti, come quello che si sta analizzando, caratterizzati da una forte contrapposizione tra una maggioranza e una minoranza, riflette, a mio modo di vedere, una confusione dei concetti di «mercato» e «società», proiettando la vicenda medesima in una sorta di contrattazione continua e costante. Sul punto, in particolare, si veda, con estrema chiarezza, DENOZZA, (nt. 63), 480 e seguenti. Prendendo spunto dalle riflessioni di quest'ultimo Autore, ove afferma provocatoriamente che “*in un sistema di mercato le società per azioni [...] non nascono e sopravvivono per decreto, ma solo per volontà di alcuni soggetti che decidono di costituirle e alimentarle*”, si rileva che anche la decisione di scioglimento della società *ex art. 2484, n. 6), cod. civ.*, soprattutto in un ambito come quello che si sta analizzando, è determinata esclusivamente dall'esito delle negoziazioni dei soci. Si veda, poi, l'evolversi del dibattito con l'intervento di LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello “istituzionalismo debole”*, in *Giur. Comm.*, fasc.4, 2014, pag. 669 e seguenti.

⁽⁹⁶⁾ Sul punto, si veda anche DE LUCA, (nt. 1), 65, il quale precisa che “*la combinazione con il diritto di prelazione avvicina tuttavia la clausola di trascinamento ad una russian roulette clause, che si atteggia allora anche da strumento risolutivo di uno stallo (deadlock)*”.

⁽⁹⁷⁾ Questo, a mio modo di vedere, rappresenta forse uno dei motivi principali che conducono all'adesione della tesi qui prospettata, rappresentando la tutela dell'impresa, intesa in termini generali, sì da includere qualsiasi *stockholder*, come la stella polare che dovrebbe orientare l'interpretazione dell'operatore giuridico.

efficienti in tutte quelle società di capitali “chiuse” che non hanno altri strumenti efficaci per rendersi appetibili al mercato ⁽⁹⁸⁾.

Lo schema è il medesimo di quello già visto al momento dell'accordo iniziale di investimento laddove il potenziale *partner* finanziario subordina il proprio ingresso nella compagine al rilascio di un meccanismo di uscita di tal genere o, se si vuole, di *governance* dell'uscita ⁽⁹⁹⁾.

Tale orientamento consente di riconoscere l'esistenza di un valore che non appartiene né al socio di maggioranza né a quello di minoranza ma deve invece essere assolutamente considerato dal legislatore e da qualsiasi operatore giuridico: la contendibilità del controllo delle società di capitali non quotate ⁽¹⁰⁰⁾.

A ben vedere, infatti, laddove sorga una netta contrapposizione di interessi tra il socio di maggioranza e il socio di minoranza e laddove ciò avvenga non tanto nell'ambito gestorio della società – i soci potrebbero

⁽⁹⁸⁾ Sull'argomento, si veda anche ENRIQUES, *A new EU business combination form to facilitate cross-border M&A: the compulsory share exchange*, 2013, consultabile sul sito. www.ssrn.com, il quale, a fronte delle difficoltà per alcuni Stati europei di rendere ammissibili clausole statuarie che comportino una sorta di espropriazione della partecipazione, evoca la possibilità per la società *acquiring* di acquistare la totalità delle partecipazioni della *target*, trasferendo ai soci della *target* proprie partecipazioni.

⁽⁹⁹⁾ Così la definisce ANGELICI, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag along*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, p. 184.

⁽¹⁰⁰⁾ La conferma dell'opportunità di tutelare un efficace sistema di trasferimento del controllo delle società non quotate deriva dalla stessa legislazione europea, laddove negli ultimi anni ha più volte tentato di facilitare fusioni e acquisizioni transnazionali: dalla direttiva 90/434 sul sistema comune fiscale applicabile alle fusioni internazionali (così come modificata dalla direttiva 2009/133), al regolamento 2157/2001, sulla disciplina delle società europee, alla direttiva 2005/56 sulle fusioni transnazionali. Sul punto, si veda, ENRIQUES, *op. cit.*, p. 2 il quale afferma che, nonostante gli sforzi legislativi europei, il procedimento per la fusione transnazionale può essere contorto e costoso.

anche condividere una determinata politica di rilancio dell'azienda – quanto nelle prospettive temporali di disinvestimento delle partecipazioni societarie⁽¹⁰¹⁾ – laddove il socio di maggioranza, ad esempio, sia intenzionato a vendere appena possibile la propria partecipazione e non intenda versare nuove risorse nel progetto imprenditoriale – il diritto societario non offre (come peraltro è giusto che sia) una propria impostazione di preferenza, volta a privilegiare la posizione del socio che intende vendere o di quello che vuole rimanere in società, lasciando in tal modo la piena libertà ai soci di autodeterminare la gestione delle proprie partecipazioni⁽¹⁰²⁾.

Rispetto a tale libertà, tuttavia, l'ordinamento sancisce il necessario contemperamento con le caratteristiche organizzative sancite dalla società e dal relativo statuto, così che, in determinati casi (ad es., in caso di vincoli sulla circolazione delle partecipazioni, in caso di azioni riscattabili, in caso di *squeeze out*), tale libertà può essere legittimamente compressa⁽¹⁰³⁾.

⁽¹⁰¹⁾ ANGELICI, (nt. 26), 183, nota 5, descrive tale divergenza di interessi (o, meglio, di orizzonti temporali) in termini di *agency problems*, che si presenterebbe in termini particolarmente marcati e incisivi, “*per la spiccata asimmetria informativa fra partner industriale, colui la cui idea tecnologica e/o imprenditoriale è all’origine dell’operazione, ed il venture capitalist; ed inoltre in quanto la disomogeneità delle posizioni di partenza delle due parti e la intrinseca differenza tra prospettive imprenditoriali ed altre finanziarie già ex ante delineano una situazione di conflitto*”.

⁽¹⁰²⁾ Sul punto, sembra concordare la dottrina unanime, secondo cui, infatti, non sussisterebbe alcun diritto del singolo socio al mantenimento dell'impresa collettiva fino alla scadenza prevista nello statuto o nell'atto costitutivo. Si vedano in merito le considerazioni di DI SABATO, *Manuale delle società*, Blandini, Milano, 2011, p. 582; DE MARCHI, SANTUS, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, p. 319; VAIRA, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, in *Comm. Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti*, III, Bologna, 2004, p. 2042; CAVALIERE, *Le cause di scioglimento*, in *Le operazioni straordinarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, V, 2, 2011, p. 86.

⁽¹⁰³⁾ È vasta la letteratura che commenta le ragioni del diritto di *squeeze-out* previsto per le quotate. Uno dei principali motivi sottesi all'introduzione di tale disciplina viene ricondotto

Tale impostazione è peraltro in linea con il diritto di proprietà previsto dall'art. 832 cod. civ. posto che, oltre a essere previsto che *“il proprietario ha diritto di godere e disporre delle cose in modo pieno ed esclusivo”*, è altresì sancito come tale diritto sia esercitabile *“entro i limiti e con l'osservanza degli obblighi stabiliti dall'ordinamento giuridico”*.

Tali limiti, nell'ambito della gestione delle proprie partecipazioni, possono essere distinti in due categorie, tra loro opposte:

- a) i limiti incentivanti l'*investimento*, ossia quelli che in qualche modo ostacolano una pronta vendita della partecipazione societaria (ad es. il diritto di prelazione, la clausola di gradimento, e così via);
- b) i limiti incentivanti il *disinvestimento* i quali, viceversa, impongono, o, comunque, forzano un'uscita.

Fermo restando che su tali aspetti si tornerà *infra*, per adesso è sufficiente rilevare che, tra i limiti previsti dalla legge che impongono il disinvestimento della partecipazione, possono essere sicuramente citati (*i*) la

alle difficoltà di realizzazione degli interessi del socio di maggioranza lanciatore di OPA. Ad es., di recente, si veda, MARCHEGIANI, *L'obbligo e il diritto di acquisto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto* (a cura di Mario Stella Richter Jr), Torino, 2011, p. 233. In particolare, l'Autrice segnala come *“la situazione giuridica soggettiva che realizza il ritiro delle azioni residue dal mercato consente di ridurre gli oneri informativi e di partecipazione dei soci residuali alla assemblea generale degli azionisti e di eliminare il pericolo concreto che essi esercitino, con modalità abusive o emulative, quei diritti di quota loro assegnati dall'ordinamento societario, per indurre l'azionista maggioritario ad assumere comportamenti ad essi graditi o per impedirgli di attuare un certo piano di sviluppo del programma imprenditoriale. Mette conto di notare peraltro, come i diritti assegnati alle minoranze tendano a divenire “disproportionate to the costs and risks for the majority shareholder” man mano che gli azionisti residui raggiungono una soglia minima”*. Nello stesso senso, anche ANGELICI, (nt. 26), 184.

clausola di esclusione prevista per le società a responsabilità limitata ⁽¹⁰⁴⁾,
(ii) l'azione riscattabile, prevista per le sole società per azioni dall'art. 2437-
sexies cod. civ., (iii) il diritto d'acquisto ai sensi dell'art. 111 TUF, previsto
per le sole quotate.

Oltre a tali istituti, possono inoltre essere annoverate, all'interno
della categoria dell'*exit* così detto "passivo" ⁽¹⁰⁵⁾, anche alcune ipotesi
legittimanti il recesso espressamente previste dal legislatore del 2003 –
disciplinate, rispettivamente, per le s.p.a. e per le s.r.l., ai sensi degli artt.
2437 e 2473 cod. civ. – in tutti quei casi, in particolare, in cui una delibera
approvata dalla maggioranza assembleare contrasti nettamente con gli
interessi che avevano indotto il socio di minoranza a effettuare *ab origine*
l'investimento ⁽¹⁰⁶⁾: in tale circostanze, infatti, detto socio – non avendo
acconsentito al relativo *placet* – si troverebbe "costretto" a esercitare il
proprio diritto di *exit* previsto dalla legge, altrimenti dovendo subire un

⁽¹⁰⁴⁾ Sul tema, si segnala la recente massima del Comitato Interregionale dei Consigli
Notarili delle Tre Venezie secondo cui "*si reputa legittima come giusta causa di esclusione
del socio ex art. 2473 bis c.c. quella in forza della quale un socio possa essere escluso
dalla società qualora il medesimo sia a sua volta una società e, senza il consenso dei
restanti soci della partecipata, muti per qualsiasi causa la propria compagine sociale,
anche in esito a operazioni di scissione o fusione (c.d. changing control). Tale clausola può
essere introdotta in statuto a maggioranza*". Comitato Interregionale dei Consigli Notarili
delle Tre Venezie - Orientamenti in materia di atti societari 2015, 19 Settembre 2015 –
Orientamento I.H.19

⁽¹⁰⁵⁾ Cfr. DEL LINZ, (nt. 1), 1074.

⁽¹⁰⁶⁾ Sul punto, si veda MAUGERI – FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione
delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv.
Soc.*, 2013, p. 78, in cui viene espresso chiaramente il concetto secondo cui la possibilità di
uscita offerta dalla legge al socio mediante l'istituto del recesso è riconducibile all'esigenza
di preservarne l'interesse a sottrarsi a una decisione che modifica le condizioni di rischio
considerate (e accettate) al momento di entrare in società. Tale concetto è stato di recente
ribadito da MAUGERI, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della
proprietà azionaria*, in *Riv. Soc.*, 2016, 991 e seguenti, nell'ambito della recente disciplina
in tema di banche popolari.

modificato e non voluto contesto imprenditoriale del proprio investimento
(107).

Così, a mero titolo esemplificativo, le ipotesi di recesso previste dall'art. 2437, I co., lett. a) e b), per le società per azioni, e dall'art. 2473, cod. civ., nella parte in cui prevede, per le società a responsabilità limitata, il diritto di recesso per i soci che non abbiano “*consentito al cambiamento dell'oggetto o del tipo della di società, alla sua fusione o scissione*”, rappresentano rimedi di *exit* che potrebbero essere ragionevolmente ricondotti nella categoria dei limiti che impongono il disinvestimento della partecipazione (*exit* passivo) (108).

(107) È affermazione ormai pacifica quella secondo cui l'evoluzione della disciplina del diritto di recesso è avvenuta parallelamente alla graduale – ma ormai definitiva – sostituzione dell'originario principio unanimistico, secondo cui l'ordinamento esige il consenso positivo di tutti i singoli, con un sistema a forte vocazione maggioritarie e per cui, per quanto qui interessa, l'adozione di quest'ultimo criterio abbia di fatto consacrato una situazione di potere riconosciuta in capo al socio di controllo. Sul punto di veda anche ANGELICI, (nt. 26), 193 il quale sostiene che “*funzione empirica del diritto di recesso è in certo modo bilanciare il potere riconosciuto alla maggioranza: ad essa può imporre un ulteriore costo e così, riflettendosi sui suoi calcoli di convenienza, indurla a una negoziazione della quale altrimenti, trovandosi in una situazione di potere, potrebbe avvertire l'esigenza. Una tecnica, se si vuol dire, per reintrodurre una logica di mercato in contesti caratterizzati da una prospettiva di gerarchia*”.

(108) Basti considerare che il diritto di recesso, prima ancora di poter essere considerato un diritto, costituisce il necessario contraltare del riconoscimento definitivo di un potere, in capo alla maggioranza, di porre in essere determinate decisioni che impattano sulle aspettative dell'investimento originario. Sull'argomento, si veda SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984, p. 30, ove afferma che “*il diritto di recesso costituisce senz'altro un corrispettivo del potere della maggioranza*”. Di recente, si veda anche DACCÒ, *Diritti particolari e recesso dalla s.r.l.*, Milano, 2013, p. 25 e seguenti, dove sconfessa la natura di diritto individuale del recesso e lo definisce quale “*strumento di tutela di un determinato interesse, giudicato giuridicamente interessante*”, affermando che “*il legislatore (del 1882), dopo aver riconosciuto la modificabilità a maggioranza delle clausole statutarie, ha cercato di individuare uno strumento di tutela che, pur non paralizzando l'operato della maggioranza (e prendendo atto della sua operatività), dia comunque al socio minoritario (che non ha dato il proprio consenso alla suddetta modifica) una adeguata protezione al suo interesse a non subire la modifica della struttura societaria*”. La stessa Autrice (p. 41) afferma anche che “*la diffusione del recesso sembra così inserirsi a pieno titolo nell'ambito di*

In alcune delibere contemplate dalle norme appena richiamate, infatti – laddove la loro esecuzione produca effetti modificativi dell’investimento di estremo rilievo, sia sotto il profilo del rischio economico sia sotto quello dell’attività economica esercitata – si potrebbe paragonare l’effetto della delibera a una sorta di disinvestimento dalla società (così come caratterizzata prima dell’assemblea) e di contestuale re-investimento nel capitale di una (di fatto, differente, perché profondamente modificata) società ⁽¹⁰⁹⁾.

quell’orientamento (legislativo) volto – alla luce di una molteplicità di motivazione – ad attribuire sempre maggiori poteri al socio di maggioranza e agli amministratori da questo nominati a discapito dei soci di minoranza e che ha spinto due autori [CERRAI – MAZZONI, ndr], già prima della riforma del 2003, a segnalare la tendenza a de-funzionalizzare il ruolo del socio come quasi-organo della società, tutore in tale veste dell’interesse collettivo alla legalità del funzionamento dell’ente, in favore di soluzioni che mirano sostanzialmente a proteggere la dimensione economica della sua partecipazione, attribuendogli un droit propre all’indennizzo e consentendo, al contempo, alla maggioranza e al management di avere via libera nei loro propositi”.

⁽¹⁰⁹⁾ Si veda, sul punto, Cass. civ. Sez. I, 2 luglio 2007, n. 14963, in *Soc.*, 2007, 11, p. 1348, laddove ha precisato che la delibera di cambiamento dell’oggetto sociale, per effetto della quale, a norma dell’art. 2437, I co., cod. civ., il socio ha il diritto di recedere dalla società, è solo quella che, nel configurare l’oggetto della società in modo completamente diverso da quello precedente, comporti lo snaturamento dell’attività e dello scopo sociale, e si differenzia dal semplice completamento di una attività che si svolge nell’ambito dello stesso settore merceologico. In dottrina, invece, con riguardo all’ipotesi di modifica “sostanziale” dell’oggetto sociale, è stato rilevato (SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 177; PESCATORE, *La Società per azioni*, in Buonocore (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Torino, 2003, p. 113) che ad integrare la giusta causa di recesso saranno necessari mutamenti tali da determinare variazioni rilevanti cui deve conseguire un diverso ambito di operatività della compagine, quali possono considerarsi l’allargamento e/o la riduzione del campo di attività sociale, non essendo, di converso, sufficienti meri aggiustamenti nella definizione di tale campo. In maniera più radicale, altro autore (GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, Padova, 2003, p. 361) ha sostenuto la necessità, ai fini dell’operatività della previsione normativa, che la maggioranza abbia deliberato la sostituzione dell’originario oggetto sociale con un nuovo e del tutto diverso oggetto, tale da mutare in senso radicale le condizioni di rischio. Circostanza che, in passato, non era stata ritenuta sussistere in ipotesi di modificazioni secondarie, quali l’estensione a settori accessori o la riduzione di quelli originari (FRÈ, *Società per azioni*, in *Comm. Scialoja, Branca, sub artt. 2325-2461*, Bologna-Roma, 1982, 759). Proprio sull’elemento del rischio aveva, peraltro, posto la propria attenzione la dottrina precedente, ritenendo rilevanti, sempre in relazione al cambiamento dell’oggetto sociale, quei cambiamenti in grado di aumentare l’alea connessa

Il potere che viene così riconosciuto dall'ordinamento al socio di maggioranza – di introdurre forzosamente modifiche statutarie e/o di autorizzare operazioni che stravolgano l'originario assetto economico della società, quasi a produrre effetti simili ad una sorta di reinvestimento – costituisce un ulteriore tassello che conferma l'adesione, anche da parte del nostro ordinamento, ad un approccio contrattualistico del modello societario

(110).

all'esercizio dell'impresa, ed irrilevanti, invece, quei cambiamenti meramente formali o riducenti l'estensione dell'oggetto sociale (BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in *Tratt. Rescigno*, Torino, 1985, p. 79; TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973, p. 165). Si veda sul punto anche FRIGENI, (nt. 78), 163 ove afferma che “*il diritto di recesso consente, dunque, di ottenere la liquidazione della partecipazione a chi non abbia manifestato il suo assenso a decisioni che alterano in maniera significativa – secondo la valutazione del legislatore – le caratteristiche originarie della partecipazione del socio. L'osservazione appena svolta si presta ad essere ulteriormente precisata in considerazione del fatto che il recesso è uno strumento attraverso il quale si pone termine a un'operazione di investimento: il discorso svolto suggerisce, infatti, che la disciplina legale sia stata dettata nell'ottica di tutelare il socio in quanto investitore*”.

⁽¹¹⁰⁾ A livello comparatistico, si veda FRIGENI, (nt. 78), p. 53 e seguenti, dove l'Autore analizza l'evoluzione del diritto al disinvestimento in altri ordinamenti, illustrando in particolare gli strumenti ivi riconosciuti a tutela delle minoranze, spesso consistenti in un diritto di *exit* giudiziale. In particolare, l'Autore (cfr. p. 70) si sofferma sulla possibilità prevista in taluni ordinamenti nordamericani (Oregon, Minnesota, South Carolina, New Jersey) di imporre al socio di maggioranza l'acquisto della quota di minoranza (c.d. *buy out order*) in alternativa allo scioglimento giudiziale della società (mediante l'*involuntary dissolution proceeding*). Il medesimo risultato è raggiunto in ordinamenti europei (Belgio e Olanda) dove è previsto il potere del socio di pretendere non solo più lo scioglimento della società, ma anche quello di ottenere a proprio favore la cessione forzata delle azioni o delle quote possedute dal socio cui vada imputata l'esistenza di un “giusto motivo” (c.d. *cession forcée*). La dottrina belga (cfr. MAQUET, *Justes motifs ou motifs justes?*, in *Rev. Prat. Soc.*, 1999, 130) ha peraltro rilevato che tale istituto trova il suo campo di applicazione privilegiato nell'ambito delle società chiuse dove viene accordato al ricorrere di un comportamento *fautif* del socio di maggioranza, sintomatico della volontà di estromettere il socio di minoranza dalla vita sociale. I rimedi menzionati, volti a tutelare la minoranza di fronte a comportamenti abusivi o comunque tesi a gestire in autonomia la società, si avvicinano molto al noto istituto inglese dell'*unfair prejudice remedy*, ai sensi del quale la giurisprudenza inglese si trova spesso ad imporre al socio di maggioranza l'obbligo di riacquisto delle azioni del socio di minoranza (c.d. *buy-out remedy*). Sull'argomento, si veda FRIGENI, (nt. 78), p.83, alle note 240, 241 e 242.

Un così ampio potere riconosciuto in capo al socio di controllo, il cui esercizio può (anzi, deve) ispirarsi a mere esigenze economiche e di convenienza (il socio agisce, anzitutto, *as an investor*), consente di attestare la sostanziale irrilevanza dell'interesse perseguito dal socio di minoranza (eccezion fatta per quelle ipotesi ove la legge richiede espressamente il consenso unanime dell'intera compagine assembleare), dovendo il primo unicamente preoccuparsi dell'eventuale sostenibilità economica dell'operazione (altrimenti rischiando di dover sciogliere la società).

In tale contesto, il potere riconosciuto al socio di maggioranza di modificare l'assetto della società (partecipata anche da altri soggetti) è assai simile a quello del datore di lavoro di licenziare un proprio dipendente secondo le regole recentemente introdotte con il *jobs act* – ai sensi del quale si potrebbe dire: *law doesn't matters* ⁽¹¹¹⁾ – il tutto riducendosi ad una questione di partite e contropartite economiche tra attori differentemente gerarchizzati ⁽¹¹²⁾.

E, si badi bene, il riconoscimento di un potere così ampio in capo al socio di maggioranza non deve ricondursi alla (presunta) inadeguatezza di

⁽¹¹¹⁾ Contra, vedi ANGELICI, (nt. 26), 195, secondo cui, invece *law matters* e “*non può prescindere dalla circostanza che nel primo caso [del licenziamento del lavoratore, ndr], come anche nel nostro diritto di recesso, ci si muove in un ambiente caratterizzato dalla presenza di regole specifiche per l'esercizio in effetti di un potere, regole che allora chiamerei organizzative*”.

⁽¹¹²⁾ È chiaro il riferimento al pensiero di ALCHIAN, *Economic forces at Work*, Liberty Fund, Indianapolis, 1977, p. 74, richiamato anche da ANGELICI, (nt. 26), 195, nota 35, secondo cui “*the firm [...] has no power of fiat, no authority, no disciplinary action any different from ordinary market contracting between any two people [...] He can fire or sue, just as I can fire any grocer by stopping purchases from him or sue him for delivering faulty products*”.

strumenti contrattuali del mercato ⁽¹¹³⁾, quanto alla semplice applicazione del criterio maggioritario nell'ambito di una realtà giuridica sviluppata su di un modello economico fondato sul principio della libera iniziativa economica ex art. 41 Cost.

È semmai il diritto (o potere, che dir si voglia) di recesso in favore del socio di minoranza delle società non quotate a costituire una sorta di “correttivo” alla (verosimile) impossibilità di intercettare possibili acquirenti della propria partecipazione societaria, nel caso in cui il socio di minoranza – costretto a subire una modifica statutaria non gradita, privo di un sufficiente potere di *voice* – voglia esercitare l'*exit* (questo, sì, trattasi di “inadeguatezza” del mercato delle non quotate).

Anche ragionando *a contrariis*, il fatto che nella disciplina delle quotate il legislatore non sia intervenuto dotando il socio di minoranza di un siffatto potere (c.d. *stock market exception*) – consapevole del fatto che l'*exit* costituisce, in quel caso, una facoltà molto più “semplice” e quasi sempre perseguibile ⁽¹¹⁴⁾ – conferma quanto dedotto finora, ossia che la dialettica che viene di volta in volta a generarsi tra socio forte (di maggioranza) e socio debole (di minoranza), anche in merito a scelte

⁽¹¹³⁾ Non si esprime proprio così ANGELICI, (nt. 26), 195, il quale sembra però avvicinare il caso del licenziamento del dipendente a quello del socio di maggioranza che imponga una propria scelta alla società, consentendo l'esercizio del diritto di recesso al socio di minoranza, sostenendo la sussistenza di (non meglio specificate) regole organizzative che osterebbero all'esercizio del potere del socio di maggioranza.

⁽¹¹⁴⁾ Sul punto, peraltro, RUFFNER, *Die ökonomische Grundlagen eines Rechts der Publikums-gesellschaft*, Schulthess, Zürich, 2000, p. 198, secondo cui la previsione di un diritto di recesso anche nell'ambito delle quotate, consentirebbe di non sottrarsi all'influenza che sulla quotazione può avere l'annuncio di tale esercizio.

organizzative in grado di alterare le condizioni dell'investimento, deve risolversi limitando agli attori l'utilizzo di quegli stessi poteri tipici del mercato (*voice vs exit*)⁽¹¹⁵⁾.

D'altronde, a differenza che nel caso del lavoratore dipendente di una impresa, la condizione del socio – seppur di minoranza – di una società di capitali è quella di un normale investitore; in quanto tale, a tale socio si pone un dilemma che riguarda la sua volontà di investire (e di mantenere investita) una determinata somma di denaro in quella partecipazione sociale.

Dilemma che si propone due alternative: rimanere in società o uscire.

Infine, non può non essere citata la disciplina in tema di scioglimento delle società di capitali di cui agli artt. 2484 e seguenti cod. civ. poiché, come già anticipato, e come si vedrà meglio *infra*, essa rappresenta lo strumento che più si avvicina alla natura e alla funzione della clausola *drag along*⁽¹¹⁶⁾.

In effetti, come già visto *supra*, il motivo principale per cui nei contratti di *joint venture* e di *private equity* viene inserita la clausola *drag along* è proprio quella di disciplinare in anticipo l'uscita dall'investimento,

⁽¹¹⁵⁾ Riprendendo le parole di ALCHIAN, proprio come nel caso del consumatore che decide di non compiere più acquisti da un commerciante che non l'ha soddisfatto. In generale, sul paradigma *voice vs exit*, si veda, per tutti, HIRSCHMAN, *Exit, voice and loyalty: responses to decline in firms, organizations and states*. Harvard University, Press. Cambridge, MA. 1970.

⁽¹¹⁶⁾ Lo scioglimento anticipato delle società chiuse è, come noto, indicato quale *extrema ratio* in caso di contrasti tra soci di società chiuse in altri ordinamenti (in particolare, quello di molti stati nordamericani). Sul punto, si rinvia a FRIGENI, (nt. 78), p. 63 dove ampi riferimenti allo strumento dell'*involuntary dissolution proceedings* a fronte di episodi di *oppression* della maggioranza.

prevenendo possibili comportamenti opportunistici ⁽¹¹⁷⁾ della minoranza volti ad aggravare la facilità e la remunerazione del disinvestimento.

Peraltro, la richiesta da parte dell'investitore – tendenzialmente, il socio che ha maggior interesse ad aver assicurato la via di *exit* – della presenza di una clausola *drag along* è spesso *conditio sine qua non* dello stesso investimento; il socio imprenditore, dunque, non ha grandi strumenti per negoziarla (se non nei suoi contenuti ⁽¹¹⁸⁾), salvo decidere di rinunciare all'ingresso dell'investitore ⁽¹¹⁹⁾.

Parimenti, anche il diritto di sciogliere la società – attraverso una mera delibera assembleare, o attraverso il verificarsi di una causa prevista dallo statuto *ex art. 2484, I co., n. 7)*, cod. civ. – rappresenta una facoltà di uscita dall'investimento in grado di superare l'insanabile contrasto tra soci: anzi, a ben vedere, lo scioglimento rappresenta proprio l'unico strumento che il legislatore pone quale rimedio a tale situazione ⁽¹²⁰⁾.

⁽¹¹⁷⁾ Sui rischi di un comportamento opportunistico del socio di minoranza, in termini di comportamenti di *holdouts* e di *free ridings* si rinvia anche a COHEN, *Holdouts*, in *The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, ed. by Newman, II, Macmillan, London, 1998, p. 236 e seguenti.

⁽¹¹⁸⁾ Ad esempio, pretendendo un correlato diritto di *tag along* e un diritto di prelazione; cfr. STABILINI, TRAPANI, (nt. 23).

⁽¹¹⁹⁾ Viceversa, opporsi alla sua introduzione renderebbe ancora più evidente il rischio che il socio imprenditore sia intenzionato ad assumere un atteggiamento opportunistico con l'approssimarsi del momento dell'uscita.

⁽¹²⁰⁾ Sull'argomento, si veda ANGELICI, (nt. 26), 217, nota 97, dove afferma che “*se si considera che la decisione di messa in liquidazione di una società è in certo modo per definizione arbitraria, nel senso che non richiede specifiche giustificazioni, ma è soltanto sindacabile nell'ipotesi in cui concretamente sia ravvisabile un abuso [...] non è forse azzardato ritenere che non sarebbe coerente con il sistema una tutela preventiva tramite la invalidità della nostra clausola, ma soltanto una successiva nell'eventualità appunto di un abuso nella sua esecuzione*”. Come già precedentemente illustrato, lo scioglimento anticipato rappresenta in molti altri ordinamenti lo strumento idoneo (quale *extrema ratio*) a risolvere contrasti tra soci di società chiuse. L'evoluzione, anche giurisprudenziale, di

Orbene, l'effetto di *exit* c.d. passivo rintracciabile nelle fattispecie disciplinate dalle norme appena citate costituisce un evidente limite al diritto di proprietà del socio sulle proprie partecipazioni societarie che, in linea con l'art. 832 cod. civ. e con l'impianto delineato dal legislatore societario, risponde a una chiara esigenza di contemperamento dei diversi interessi dei vari soci.

Contemperamento di interessi che, secondo una evidente impostazione della riforma societaria del 2003, si ispira a una prospettiva non tanto di "mercato" bensì di "gerarchia" ⁽¹²¹⁾ e propende per l'assegnazione di un potere al socio di maggioranza che, se esercitato, legittima il sacrificio dell'interesse del socio di minoranza.

Alla base del potere di *exit* passivo assegnato dal legislatore in favore del socio di maggioranza emerge un disegno normativo, di sistema,

fattispecie di controversie tra soci ha peraltro introdotto la meno gravosa soluzione dell'obbligo di acquisto delle quote del socio di minoranza da parte della maggioranza. In particolare, per una descrizione delle soluzioni adottate, soprattutto dai Giudici inglesi, nei casi di *unfair prejudice remedy*, si rinvia a FRIGENI (nt. 78), p. 80 e seguenti, dove l'Autore afferma che "*successivamente all'introduzione del nuovo testo legislativo, i giudici inglesi hanno riconosciuto con una certa larghezza la sussistenza dei presupposti necessari a integrare l'unfair prejudice, imponendo frequentemente al socio di maggioranza l'obbligo di riacquistare le azioni del socio di minoranza (c.d. buy-out remedy o riscatto obbligatorio)*". L'Autore prosegue affermando che "*l'attribuzione al socio di minoranza di una pretesa giuridicamente tutelata a ottenere il valore della quota di partecipazione, infatti, è stata considerata, pressoché invariabilmente, quale rimedio più idoneo a risolvere la situazione pregiudizievole venutasi a creare*".

⁽¹²¹⁾ ANGELICI, (nt. 26), 192, il quale espone in maniera chiarissima la questione, affermando che "*noto è in particolare che l'evoluzione della disciplina del diritto di recesso è avvenuta parallelamente allo svolgersi della dialettica unanimità-maggioranza: nel senso che il progressivo affermarsi del principio maggioritario, e la sostituzione di situazioni di potere all'originaria esigenza di un consenso di tutti gli interessati, allora di negoziazioni tra essi, ha spesso trovato una sorta di contemperamento nel riconoscimento ai singoli di tale diritto. Non c'è più l'esigenza di un consenso positivo dei singoli per il compimento dell'operazione, ma la possibilità, in certo modo a contenuto negativo, di sottrarsi individualmente alle sue conseguenze mediante tecniche che ci siamo abituati a chiamare di exit*".

che, collocato nell'ambito di una vicenda societaria caratterizzata dalla costante contrattazione delle rispettive istanze dei soci, si ispira a una tecnica che affida al socio di maggioranza – a seconda dell'incisività dei *quorum* posseduti – un rilevante (e proporzionato) potere negoziale (e un altrettanto proporzionata responsabilità in caso di suo utilizzo abusivo o negligente).

Il potere così assegnato al socio di maggioranza, tale per cui è in grado di sostanzialmente imporre l'uscita al socio di minoranza dissenziente, altro non è che il risultato dell'intervento legislativo del 2003 che, anche attraverso l'introduzione del rinnovato diritto di recesso – che costituisce il contraltare del potere implicitamente riconosciuto *ex lege* dal legislatore al socio maggioritario – e della disciplina in tema di attività di direzione e coordinamento sembra aver sancito, una volta per tutte, l'assoluta ammissibilità di una gestione della società sbilanciata (in favore del solo socio di maggioranza), salvo il riconoscimento, in tale ipotesi, di una tutela di carattere pecuniario nei confronti dei soci minoritari individuabile, per un verso, nell'azione *ex art. 2497* cod. civ. e, per un altro verso, nel diritto di recesso *ex art. 2497-quater* cod. civ.

In relazione a tale ultima disciplina torneremo *infra* per esaminare la particolare ipotesi descritta dalla lettera c); qui basti osservare come, a ben vedere, la tutela apprestata dall'ordinamento al socio di minoranza che si trovi in una delle condizioni previste dalla lettera a) o dalla lettera c) della

suddetta norma costituisce – in perfetta linea con il rafforzato diritto di recesso previsto dagli artt. 2437 e 2473 cod. civ. – l’implicito riconoscimento di un potere in favore del socio di maggioranza, tale anche da poter sostanzialmente imporre un *aut aut* al socio minoritario dissenziente, e il contestuale bilanciamento di tale potere con una tutela apprestata al socio di minoranza avente la forma di (un mero) *exit*⁽¹²²⁾.

In altre parole, la riforma del 2003, seguendo un’impostazione volta ad evitare il più possibile qualsiasi situazione di potenziale stallo assembleare e decisionale, tende a riconoscere al socio detentore dei relativi quorum assembleari il potere di indurre il socio dissenziente all’uscita forzata della società.

2.3 LA CLAUSOLA DI DRAG ALONG NON SI ESAURISCE IN UN MERO VINCOLO ALLA CIRCOLAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI

Secondo un certo orientamento, la clausola *drag along* sarebbe senz’altro riconducibile nell’alveo dei limiti alla circolazione delle partecipazioni⁽¹²³⁾, posto che il funzionamento del relativo meccanismo va a menomare “*la libertà di disporre delle azioni*” del socio vincolato⁽¹²⁴⁾.

⁽¹²²⁾ Tale soluzione potrebbe essere in linea con quanto previsto in altri ordinamenti circa il riconoscimento di un diritto al disinvestimento a fronte dell’*oppression* posta in essere dal socio di maggioranza. Si rinvia sul punto a Frigeni, (nt. 78), p. 53 e seguenti e alle precedenti note 110 e 120.

⁽¹²³⁾ DI BITONTO, (nt. 1), 1380.

⁽¹²⁴⁾ Così VENTORUZZO, *Commento all’art. 122 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, in Marchetti-Bianchi (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1999, p. 863, nota 101.

Da tale ipotizzata correlazione potrebbe giocoforza rilevarsi che l'introduzione della clausola sarebbe ammissibile con l'esercizio del voto favorevole da parte della semplice maggioranza assembleare, in ragione del fatto che l'art. 2437, II co., lett. b), cod. civ. – riconoscendo il diritto di recesso a tutti i soci che non abbiano concorso alla relativa delibera assembleare – implicitamente ammetterebbe l'introduzione e la rimozione a maggioranza di vincoli alla circolazione delle azioni, e così anche delle clausole *drag along* ⁽¹²⁵⁾.

Tale soluzione, invero, non può essere accolta per una serie di motivi, primo fra tutti il fatto che la clausola di *drag along*, pur potendosi ritenere (in parte) riconducibile ai vincoli alla circolazione delle partecipazioni, non esaurisce le proprie funzioni nel limitare la trasferibilità di queste, ma è connotata da meccanismi del tutto differenti, perseguendo interessi ulteriori rispetto a quelli sottesi ai vincoli alla circolazione delle partecipazioni.

Come abbiamo avuto modo di vedere, infatti, la funzionalità della clausola non è tanto quella di stabilizzare l'assetto della compagine assembleare e di mantenere l'originario equilibrio dei rispettivi poteri fra soci, quanto quella di consentire al socio di maggioranza la possibilità di disinvestire nel modo più efficiente possibile, attraverso il riconoscimento,

⁽¹²⁵⁾ Tale è l'impostazione suggerita dalla società ricorrente nel procedimento *ex art. 2436* cod. civ. deciso dal Tribunale di Milano, 25 marzo 2011, G. Rel. Riva Crugnola, più volte citato.

in capo allo stesso socio di maggioranza, del potere di forzare l'*exit* anche agli altri soci.

Esaminando, dunque, la clausola *drag along* da questo punto di vista – e, quindi, non tanto su suoi possibili effetti collaterali quanto sui suoi precisi obiettivi strategici – si comprende l'evidente difformità tra il potere di trascinamento e i tradizionali vincoli alla circolazione delle partecipazioni e, va da sé, l'incompatibilità di una qualsiasi applicazione estensiva o analogica del diritto di recesso *ex art. 2437, II co., lett. b) cod. civ.*

Peraltro, anche la astratta riconducibilità della clausola *drag along* nella categoria dei limiti alla circolazione delle partecipazioni è solo parzialmente condivisibile: come è stato correttamente notato, l'effetto limitante della clausola *drag along* si realizza solamente quando si verifica il presupposto identificato nella clausola (ossia quando perviene una offerta di un terzo); è, infatti, solo da tale momento che il trascinato “*non può alienare a chi vuole e al prezzo che desidera, in quanto le deve alienare a chi acquisti le azioni da tutti i soci e al prezzo convenuto da altri [...] nel rispetto di quanto dispone la clausola*”⁽¹²⁶⁾.

Prima di tale momento, invece, ogni socio è e rimane libero di trasferire la propria partecipazione ai terzi, non avendo alcun tipo di limite (salvo eventuali ulteriori clausole statutarie) ad agire in tal senso.

⁽¹²⁶⁾ RESCIO, (nt. 1), p.1061.

Il fatto, poi, che tale libertà di trasferimento abbia ad oggetto, a seguito dell'approvazione di tale delibera, partecipazioni assoggettate al potere di trascinarsi altrui – e quindi potenzialmente ⁽¹²⁷⁾ più difficili da mettere sul mercato – non altera lo stato di libertà del socio al trasferimento delle proprie partecipazioni: questi, infatti, avrà comunque il diritto di disporre delle proprie partecipazioni ⁽¹²⁸⁾.

A ben vedere, comunque, anche dal punto di vista del socio assoggettato all'altrui potere di trascinarsi è possibile scorgere, con una certa facilità, le rilevanti differenze tra l'introduzione di vincoli alla circolazione delle partecipazioni e l'introduzione della clausola *drag along*.

Come noto, uno dei principali motivi per cui si è voluto riconoscere al socio che non abbia concorso alla delibera che introduce un vincolo alla circolazione il diritto di recesso è che non si può imporre la permanenza a soci non accondiscendenti, salvo non riconoscere loro un diritto di uscita ad un prezzo *fair*.

Nel caso di introduzione della clausola *drag along* – mantenendo il punto di vista del socio dissenziente all'introduzione di detta clausola – il rischio da questi percepito in relazione alla possibile operatività della clausola non consiste tanto nel rimanere prigioniero, contro la sua volontà,

⁽¹²⁷⁾ Per tutte le considerazioni che si sono *supra* svolte, potrebbe anche sostenersi l'astratta appetibilità sul mercato di partecipazioni soggette all'altrui potere di trascinarsi.

⁽¹²⁸⁾ Così anche MALIMPENSA, (nt. 71), 663. A tal riguardo, deve aggiungersi che, ammettendo l'introducibilità forzata della clausola, l'appetibilità della partecipazione soggetta alla clausola *drag along*, non dovrebbe subire variazioni per il mercato, più interessato al fatto che la partecipazione sia di minoranza ovvero di maggioranza (sul punto, si tornerà *infra*, § 2.5).

all'interno della compagine, ma semmai l'esatto opposto, ossia quello di essere forzatamente invitato all'uscita.

Per tali motivi, la soluzione di riconoscere un'uscita agevolata, ad un prezzo *fair*, al socio di minoranza che non abbia concorso all'approvazione della clausola *drag along*, potrebbe risultare un clamoroso controsenso, in quanto rappresenterebbe una tutela che invece che evitarli, anticiperebbe i medesimi effetti non voluti dal socio (in teoria tutelato).

Anche il più volte citato provvedimento reso dal Tribunale di Milano, in data 25 marzo 2011, che ha espresso il principio secondo cui l'introduzione di una siffatta clausola potrebbe avvenire solamente con il consenso del socio che verrebbe (potenzialmente) assoggettato al potere di trascinarsi, descrive con chiarezza che la clausola *d.a.* *“non pare, ad avviso del Tribunale, riconducibile al genus di clausole recanti appunto meri “vincoli alla circolazione” delle azioni, ma risulta invece incentrata sulla previsione di un ben più rilevante congegno di “vendita forzata” delle azioni di minoranza, congegno innescato ad iniziativa del solo socio di maggioranza, al quale, in sostanza, viene rimessa la decisione di vendita dell'intero pacchetto azionario anche per la parte che appartiene ad altri soci, sì che il contenuto della clausola, pur venendo senz'altro ad incidere sulla libera disponibilità della propria partecipazione in capo ai soci di minoranza, appare connotato più ampiamente nel senso di privare tali soci di ogni potere dispositivo nel caso di esercizio da parte del socio di*

maggioranza dello specifico potere di cessione dell'intero pacchetto azionario".

Per tali motivi, deve essere evitato parallelismo tra la clausola di *drag along* e i vincoli alla circolazione della partecipazioni, in quanto si accosterebbero due categorie di clausole che non solo non perseguono i medesimi obiettivi ma che addirittura operano con meccanismi, sotto alcuni aspetti, del tutto opposti.

2.4 LA CLAUSOLA DI DRAG ALONG NON È NEPPURE ASSIMILABILE ALLE AZIONI RISCATTABILI

Come già accennato, il sopra citato provvedimento reso dal Tribunale di Milano nel 2011 aveva ad oggetto proprio l'ammissibilità dell'introduzione a maggioranza di una clausola *drag along* all'interno dello statuto di una società per azioni.

Il giudizio, in particolare, era stato avviato da una società per azioni a seguito dell'approvazione a maggioranza della relativa modifica statutaria e del successivo diniego, da parte del notaio rogante, dell'iscrizione presso il registro delle imprese dello statuto, così modificato.

La società, dunque, in persona dei suoi amministratori, adivano il tribunale competente ai sensi dell'art. 2436 cod. civ. al fine di far verificare

il verificarsi dell'adempimento delle “*condizioni richieste dalla legge*”, così come sancito dall'art. 2436, IV co., cod. civ.⁽¹²⁹⁾.

La tesi della società ricorrente – da quanto si evince dal provvedimento pubblicato e per quanto qui interessa – era la seguente: se la clausola *drag along* è da considerarsi quale limite alla libera disponibilità delle partecipazioni azionarie, deve allora ritenersi operativo il meccanismo delineato dal legislatore *ex art. 2437* cod. civ., ai sensi del quale l'ordinamento normativo prevede che l'introduzione di siffatte clausole possa avvenire anche con il solo voto favorevole della maggioranza, salvo il riconoscimento, in favore dei soci che non abbiano concorso alla relazione approvazione, del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, II co., lett b), cod. civ.: pertanto, la delibera in oggetto era da considerarsi regolarmente approvata e iscrivibile presso il registro delle imprese, salvo, appunto, il diritto di *exit* del socio di minoranza.

Oltre ad affermare quanto già riportato nel paragrafo precedente, circa la non perfetta coincidenza tra le clausole di trascinamento e i vincoli alla circolazione delle partecipazioni – e, di conseguenza, l'impossibilità di trattare l'inserimento forzoso delle prime allo stesso modo delle seconde – il Tribunale prosegue nel tentativo di sviscerare i meccanismi della clausola

⁽¹²⁹⁾ Il procedimento consiste in un procedimento di volontaria giurisdizione disciplinato ai sensi degli artt. 737 e seguenti cod. proc. civ. e, pertanto, il giudice è a composizione collegiale.

d.a. al fine di ricondurla ad un istituto normativamente riconosciuto, finendo per assimilarla alle azioni riscattabili *ex art. 2437-sexies* cod. proc. civ. ⁽¹³⁰⁾.

Infatti, il giudice, dopo aver ribadito che il contenuto della clausola “non [è] assimilabile alla tipologia di clausole il cui effetto, pur limitando (come si esprime l’art. 2355 bis c.p.c.) la libera circolazione delle azioni sottoponendo a “particolari condizioni il loro trasferimento” o vietandone fino a cinque anni il trasferimento stesso, non comporta comunque la soggezione di determinati soci a iniziative di vendita altrui, id est non comporta che la stessa permanenza di un socio nella compagine sia rimessa alla decisione di un altro socio” afferma che detta clausola risulti “omogenea rispetto alla fattispecie delle azioni riscattabili oggi espressamente prevista dall’art. 2437 sexies, fattispecie anch’essa connotata dalla soggezione del titolare delle azioni al “potere di riscatto” altrui, potere il cui esercizio condiziona dunque anche in questo caso la stessa permanenza del socio nell’ente”.

Il giudice, pertanto, ritrovando in entrambe le fattispecie – azioni riscattabili e potere di trascinarsi – il medesimo *status* di soggezione all’altrui volontà afferma il principio della necessaria unanimità, “altrimenti

⁽¹³⁰⁾ In giurisprudenza, è stato ritenuto indispensabile il consenso di tutti i soci per consentire il mutamento di azioni, già esistenti al momento della deliberazione, che sarebbero divenute riscattabili. Cfr. la sentenza del Tribunale di Perugia, 29 febbraio 2008, in *Giur. Comm.*, 2010, II, p. 304, con nota di TRIPPUTI, poi, invero, riformata da Corte di Appello di Perugia, 31 gennaio 2013, in *Riv. Not.*, 2015, 5, p. 1213 e seguenti, la quale ha ammesso l’introduzione, deliberata da parte della sola maggioranza, ravvisando la compatibilità di tale tipo di clausola che diveniva operativa nei confronti del “socio che svolge attività concorrenziale portatrice di un danno concreto per l’attività sociale”.

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

“Tale conclusione appare del resto omogenea” prosegue il Tribunale *“a) a quanto è stato ritenuto in materia di introduzione del carattere di riscattabilità di azioni già esistenti dalla giurisprudenza e dalla elaborazione notarile ⁽¹³¹⁾, che hanno entrambe sottolineato la incidenza di siffatta introduzione in via radicale sulla stessa permanenza della qualità di socio e la conseguente inammissibilità di deliberazioni adottate a maggioranza al riguardo; b) alla sistematicità del codice, nella quale, significativamente, la riscattabilità delle azioni – pur essendo materia espressamente indicata come regolabile dallo statuto ex art. 2437 sexies c.c. – non è poi ricompresa nell'elenco di modifiche statutarie disponibili dalla maggioranza e comportanti il diritto di recesso del socio dissenziente ex art. 2437 c.c.”.*

⁽¹³¹⁾ Il provvedimento fa riferimento, in particolare, all'orientamento I.I.25 del Comitato Triveneto dei notai in materia di atti societari, rubricato “limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro”, secondo cui *“Le clausole statutarie che impongono a determinati soci, ad esempio i soci di minoranza, l'obbligo di cedere ad un giusto prezzo (comunque non inferiore al valore determinato ai sensi dell'art. 2473 c.c.) le loro partecipazioni nel caso in cui altri soci, nell'esempio quelli di maggioranza, decidano di alienare le loro sono legittime a condizione che siano adottate con il consenso di tutti i soci. Dette clausole sono opponibili ai terzi acquirenti in quanto risultanti dal testo di statuto depositato nel registro delle imprese”.*

La dottrina che ha commentato il provvedimento appena riportato ha poi aggiunto un ulteriore tassello a supporto del percorso argomentativo offerto dal Tribunale di Milano, ossia che l'art. 39 della Seconda Direttiva in materia societaria prevede che, “*qualora la legislazione di uno Stato membro autorizzi le società ad emettere delle azioni riscattabili*”, debbano, da una parte, essere soddisfatte tutta una serie di condizioni (integrale liberazione delle azioni interessate, utilizzo di somme distribuibili o ottenute con i proventi di una nuova emissione a ciò finalizzata, appostazione di una riserva pari al valore nominale o contabile delle azioni riscattate) oltre che di obblighi (pubblicità del riscatto nel registro delle imprese) tali da presupporre (i) l'acquisto delle azioni da parte della società (ii) l'utilizzo di denaro di proprietà sociale per il pagamento del prezzo di acquisto e di eventuali “premi” (iii) la indifferenza del soggetto dotato del poter di impulso (società o socio riscattando) (iv) la compresenza di azioni non riscattabili o non contemporaneamente riscattabili, e, dall'altra parte, sia altresì necessario attenersi alla regola per cui il riscatto azionario possa essere introdotto per azioni di nuova emissione, escludendo per tal via la modificabilità di azioni già in circolazione in azioni riscattabili.

Se, pertanto, potrebbe risultare perfettamente legittima l'emissione di una speciale categoria di azioni riscattabili, in forza di una modifica statutaria che operi *ex nunc*, adottata dalla maggioranza assembleare, viceversa, l'ipotesi di trasformazione di un'azione originariamente non

riscattabile in un'azione riscattabile, senza il consenso del titolare della partecipazione ⁽¹³²⁾, contrasterebbe inequivocabilmente con il dettato del legislatore comunitario.

Da tale ulteriore argomento – effettivamente ineccepibile dal punto di vista interpretativo dell'impianto sistematico in tema di azioni riscattabili – il provvedimento del Tribunale di Milano ne risultava ulteriormente rafforzato, emergendo una inequivocabile chiusura verso un potere della maggioranza, anche se qualificata, di assoggettare la minoranza al diritto altrui di riscatto.

In conclusione, l'orientamento espresso dal Tribunale sembrerebbe implicitamente certificare il riconoscimento di un diritto soggettivo del socio a restare nella compagine sociale ⁽¹³³⁾, così avvicinandosi alle riflessioni di chi sostiene che il diritto alla qualità di socio “*sia un vero e proprio diritto soggettivo*” e che “*l'interesse patrimoniale del socio nei*

⁽¹³²⁾ Si veda MALIMPENSA, (nt. 71), 665, ove illustra correttamente che la direttiva comunitaria, pur non affermando espressamente la possibilità di convertire *durante societate* azioni non riscattabili in azioni riscattabili, (anzi, come dice la stessa Autrice, apparentemente precludendolo) ne sostiene l'astratta ammissibilità, cogliendo la *ratio* del provvedimento comunitario nella volontà di evitare l'assoggettamento di un socio alla volontà altrui senza il proprio previo consenso. Allo stesso modo, l'Autrice ritiene ammissibile l'introduzione di clausole riscattabili “impersonali”, potenzialmente riferibili a qualsiasi partecipazione esistente, rilevando all'interno di questa fattispecie quelle clausole i cui presupposti trovino già concreto riscontro con riferimento alla situazione soggettiva di uno di soci. In tale ipotesi, prosegue l'Autrice, l'introduzione di tale clausole per essere ammissibile deve constare il consenso di tutti coloro potenzialmente assoggettabili all'altrui potere di riscatto (e, quindi, a tutti i soci).

⁽¹³³⁾ In maniera esplicita in tal senso, si esprime SALAFIA, *Squeeze out societario*, in *Soc.*, 2007, 1450 e seguenti.

confronti della società non può trovare piena protezione se non è tutelato il suo interesse a rimanere nella società sino a quando lo desidera”⁽¹³⁴⁾.

La tesi del Tribunale di Milano non può essere condivisa, così come anche deve essere contestata l’idea che una efficace tutela dell’interesse patrimoniale del socio (privo di un adeguato potere di *voice*) non possa realizzarsi se si rende possibile il diritto, in capo ad altri, di forzarne l’uscita.

Innanzitutto, ritengo che il funzionamento della clausola *drag along* sia profondamente diverso dalla figura delle azioni riscattabili, in particolare per il fatto che, come in parte abbiamo già visto, la clausola è ispirata da interessi in parte opposti a quelli perseguiti dal riscatto.

La diversità tra le due figure, invero, non è tanto da ricercare nel fatto che il potere di forzare l’uscita del socio, da una parte (nel caso della clausola di trascinamento), è attribuito a un terzo, mentre nell’ipotesi di riscatto, è riconosciuto in favore della società o ad altro socio⁽¹³⁵⁾.

Tale differenza, infatti, non costituisce un discrimine cruciale e insormontabile tra le due figure, posto che anche nei meccanismi operativi della clausola *drag along*, è il socio che, di fatto, decide se accettare l’offerta del terzo oppure no, incarnando, così come nel caso delle azioni riscattabili, colui che decide le sorti del socio assoggettato all’altrui volontà.

Neppure il fatto, anch’esso sottolineato da parte della dottrina, secondo cui solamente le azioni riscattabili costituiscono – come anche

⁽¹³⁴⁾ Così si esprime BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell’azionista*, Napoli, 1960, 185-186.

⁽¹³⁵⁾ Così, DIVIZIA, (nt. 14), 153.

previsto dalla Massima n. 99 della Commissione studi societari del Consiglio Notarile di Milano ⁽¹³⁶⁾ – categoria azionaria speciale, ai sensi per gli effetti dell’art. 2348 cod. civ. ⁽¹³⁷⁾, costituisce un differenza strutturale tra gli istituti richiamati, tale da dover escludere l’applicazione della relativa disciplina anche alle clausole *drag along*, costituendo una mera implicazione sistematica del suo concreto funzionamento e non un motivo di diversità strutturale.

A ben vedere, il vero e unico aspetto che impone di mantenere una debita distanza dalla disciplina relativa alle azioni riscattabili, ove prevede il necessario consenso unanime dell’assemblea, per l’introduzione della clausola *drag along*, è costituito dal fatto che il fenomeno del trascinamento

⁽¹³⁶⁾ Secondo tale massima, “*la riscattabilità delle azioni a norma dell’art. 2437-sexies cod. civ., intesa come soggezione delle stesse al potere di riscatto da parte della società o dei soci, può essere una delle caratteristiche ovvero l’unica caratteristica che le differenzia dalle altre azioni che compongono il capitale, concretandosi in tal modo "categoria", a norma dell’art. 2348 secondo comma. La stessa riscattabilità può inoltre essere prevista quale condizione in cui qualsiasi azione può incorrere, al verificarsi di particolari eventi (ad esempio, a seguito del mancato rispetto del diritto di prelazione o di altro vincolo statutario alla circolazione ovvero per il superamento di un predeterminato limite di possesso, sia verso l’alto che verso il basso). La soggezione di azioni o categorie di azioni al riscatto può essere stabilita, oltre che in sede di atto costitutivo, anche con successiva modifica statutaria, purché consti - ove si tratti di attribuire tale carattere ad azioni già in circolazione - il consenso dei titolari di tali azioni. Le azioni riscattabili possono essere invece previste con delibera assembleare adottata con le maggioranze normalmente richieste per le modificazioni dello statuto qualora:*

- *sia consentito (e non imposto) ai soci di trasformare le loro azioni in azioni riscattabili ovvero;*
- *si tratti di aumento di capitale a pagamento con emissione di nuove azioni riscattabili, ovvero;*
- *la riscattabilità sia prevista quale condizione in cui qualsiasi azione può incorrere al verificarsi di particolari situazioni e - al momento dell’inserimento - nessuno degli azionisti si trovi in tali situazioni (ad esempio, qualora sia previsto che il riscatto possa operare in caso di superamento di una determinata soglia di possesso azionaria, e nessuno degli azionisti possieda, al momento dell’inserimento, quella quota).”*

⁽¹³⁷⁾ Così, DIVIZIA, (nt. 14), 153.

– così come indica il termine stesso – coinvolge non solo l'uscita del socio forzato (come invece accade nell'ipotesi del riscatto) ma anche quella della restante compagine sociale, ossia del socio che trascina.

Tale distinguo è decisivo perché da esso traspare il senso complessivo del meccanismo della clausola di trascinamento: non una mera imposizione al socio di minoranza dell'assoggettamento all'altrui volontà del proprio investimento, quanto un piano di disinvestimento collettivo volto a massimizzarne la realizzazione dell'investimento, alternativo (e tendenzialmente più efficiente) rispetto all'avvio di uno scioglimento della società.

Se, infatti, si estende lo sguardo del meccanismo della clausola, non circoscrivendolo all'impatto che il suo concreto funzionamento può avere sul solo socio trascinato, ma si tiene altresì presente degli interessi perseguiti dal socio di controllo – che costituisce, come visto sopra, colui che, in termini economici, ha più da perdere – non vi possono essere dubbi sul fatto che il potere di trascinare i soci minoritari può costituire, prima di tutto – in quei contesti assembleare di cui si è detto, partecipati da un socio di controllo e altri minoritari – l'unico strumento in grado di consentire il migliore possibile disinvestimento dalla società.

L'autorevole punto di vista, sopra citato, secondo cui una efficace tutela dell'interesse patrimoniale del socio non potrebbe realizzarsi laddove si renda possibile il potere (altrui) di forzarne l'uscita deve, dunque,

intendersi eccessivamente riduttivo e, pertanto, inidoneo a porre le basi per fornire una risposta al quesito posto, salvo che non lo si contemperì con gli interessi patrimoniali degli altri soci (di controllo), intenzionati a disinvestire.

La domanda, quindi, a cui bisogna rispondere per comprendere se può ritenersi legittimo il forzoso trascinarsi di soci contrari all'uscita non può e non deve limitarsi alla individuazione della portata del diritto soggettivo del socio a rimanere in società ma deve riguardare i limiti che un socio di controllo incontra nel gestire il proprio investimento.

L'ordinamento, come noto, non offre una soluzione all'eventuale *impasse* generata dalla volontà di uscita del socio di controllo e dalla contestuale difficoltà di trovare un potenziale acquirente della propria partecipazione interessato ad acquistare unicamente la quota di controllo.

In casi limiti, dove i comportamenti opportunistici delle parti raggiungono livelli inefficienti e controproducenti, l'unica via di uscita offerta dall'ordinamento in favore del socio di controllo, titolare delle maggioranze in grado di approvare le delibere assunte in sede di assemblea straordinaria, è lo scioglimento della società.

Ed è pertanto a tale disciplina che bisogna guardare per trarre spunti normativi che consentano la soluzione del problema relativo alla introducibilità forzata della clausola *drag along*.

Sempre il Tribunale di Milano, con un diverso Collegio giudicante, ma ancora nell'ambito di un procedimento di volontaria giurisdizione *ex art.* 2436 cod. civ., ha recentemente riaffrontato la questione, arrivando a “nuove” soluzioni, in parte coincidenti con quanto sostenuto finora.

Anche nel caso ivi affrontato, una società (questa volta a responsabilità limitata) si rivolgeva al Tribunale perché, come previsto dall'art. 2436, co. IV, cod. civ., ordinasse l'iscrizione nel registro delle imprese dello statuto, così come modificato, a seguito dell'introduzione di una clausola di co-vendita di tale tenore: *“Qualora i soci titolari nel complesso tra loro di una partecipazione sociale non inferiore al 76% del capitale sociale votante comunichino per iscritto agli altri soci l'intenzione di trasferire a terzi la propria quota di partecipazione, gli altri soci, per il caso in cui non esercitino il diritto di prelazione agli stessi spettante [...] saranno obbligati a cedere, se così richiesto dal terzo acquirente nel contesto dell'offerta formulata, la propria partecipazione sociale al terzo acquirente agli stessi termini e condizioni cui saranno cedute le quote di partecipazione rappresentative del 76% del capitale sociale, sì che il terzo offerente divenga titolare dell'intera partecipazione della società”*.

In tale procedimento il Tribunale, per certi versi sviluppando il ragionamento a suo tempo illustrato nel 2011, traccia un percorso argomentativo che muove le sue basi non più dal punto di vista del solo

socio trascinato ma prende altresì in considerazione la vicenda complessiva del trascinamento, cogliendone gli aspetti fondamentali.

Nonostante il decreto in esame affermi di condividere il parallelismo operato dal Tribunale nel 2011 con le azioni riscattabili *ex art. 2437-sexies* cod. civ. – ancora una volta riconducendo le ragioni di tale parallelismo nella soggezione ad un potere di riscatto – il Giudice prende nettamente le distanze dalla precedente pronuncia e riconosce espressamente che *“la ragione costitutiva di una simile previsione statutaria [sia da ricondurre] alla tutela di un interesse al disinvestimento, quale anch’esso ricompreso nella causa del contratto di società”*.

Muovere dall’assunto (assolutamente corretto) secondo cui l’introduzione della clausola *drag along* costituisce, prima ancora che uno strumento escludente taluni soci, una clausola che tutela un interesse al disinvestimento, rappresenta un decisivo passo in avanti nel cogliere la fattispecie da un punto di vista più ampio.

Peraltro, il Tribunale arriva a tale affermazione dopo aver lucidamente respinto l’idea secondo cui l’assunzione di decisioni idonee a coinvolgere diritti individuali dei soci sarebbe di esclusiva competenza dell’unanimità.

Il Tribunale afferma, infatti, testualmente che *“l’assunto, nella sua assolutezza, pare inaccettabile laddove finisce per ridurre il fenomeno societario al solo profilo contrattuale (secondo il modello personalistico*

segnato dall'art 2252 cc) senza tenere conto della peculiare rilevanza che, a seguito della sottoscrizione del contratto sociale, il conseguente vincolo associativo "per l'esercizio in comune di una attività economica" viene ad assumere nelle società di capitali governate dall'opposto principio di ordinaria modificabilità a maggioranza dello statuto sociale, vincolo ab origine liberamente accettato dai singoli aderenti al patto quale condizione costitutiva ed insieme limite necessario di specifici diritti propriamente inerenti la acquisita qualità di socio. In tal senso di una assoluta intangibilità di diritti soggettivi dei soci da parte dell'assemblea parrebbe in realtà potersi parlare solo con riferimento ad eventuali diritti indisponibili che agli stessi possano far capo, mentre per il resto si tratterà piuttosto di procedere ad una attenta ricostruzione delle regole di governo dell'ente sociale, di fonte sia pattizia che legale, che possano reputarsi legalmente accettate con l'adesione al patto sociale – secondo consuete problematiche di certezza del diritto".

Tale presa di posizione permette, poi, al Giudice di proseguire nell'*iter* argomentativo confermando la pacifica sussistenza del diritto del socio di mantenere la propria partecipazione in società, ma rilevando al contempo la ormai indiscutibile competenza assembleare (con l'utilizzo del meccanismo maggioritario) di disporre di tale diritto.

Il provvedimento afferma, infatti, che "*muovendo da tali premesse si può allora ricordare (con attenta dottrina) che già in passato (Cass.*

660/78) la S.C., richiamando il potere dell'assemblea di decidere a maggioranza lo scioglimento anticipato della società, aveva avuto occasione di sottolineare da un lato la palese eccezionalità del principio unanimitario nel governo societario, dall'altro l'impossibilità di ravvisare nel sistema un principio di assoluta intangibilità da parte della maggioranza di diritti anche essenziali del socio quali addirittura lo stesso diritto al mantenimento della propria partecipazione nella società”.

Quando è chiamato ad affrontare, nello specifico, l'introducibilità a maggioranza della clausola di co-vendita, il decreto del Tribunale di Milano, in linea con le premesse appena riportate, sostiene che “nel momento in cui si riconduce così la ragione costitutiva di una simile previsione statutaria alla tutela di un interesse al disinvestimento, quale anch'esso ricompreso nella causa del contratto di società, allora si deve prendere atto di una significativa distanza di una tale fattispecie da quella tipica della “esclusione” disciplinata ex lege (invece strettamente funzionale ad esigenze di governo della fase più strettamente attuativa/imprenditoriale del contratto sociale), una fattispecie in realtà (quella di covendita nei termini di cui alla delibera in parola) che piuttosto pare richiamare il generale potere della maggioranza assembleare di disporre lo scioglimento della società attraverso liquidazione dei beni sociali invece che delle quote”.

Il provvedimento del Tribunale di Milano – che sembra, dunque, aver assimilato l'operatività della clausola *drag along* allo scioglimento

volontario della società – rigetta, infine, il ricorso per via della mancata previsione di un *floor* nell’ambito della clausola, affermando che “*secondo l’ispirazione della riforma del 2003, le previsioni in tema di equa valorizzazione delle quote (espressamente richiamate in materia di diritto di riscatto, di esclusione statutaria, di imposizione di limiti alla circolazione delle azioni e delle partecipazioni), come già l’ampia previsione di facoltà di recesso, ben lungi dal porsi come disposizioni di carattere eccezionale, risultano piuttosto espressione di un principio generale di necessario contemperamento dell’accresciuto potere attribuito alla maggioranza assembleare e come tale possono-devono reputarsi suscettibili di ampia applicazione analogica*”.

Sul tema della necessaria valorizzazione delle partecipazioni trascinate si tornerà *infra*, qui limitandoci invece a dare atto della presa di posizione del recente provvedimento emesso dal Tribunale di Milano che parrebbe aver seguito quell’Autore che, seppur contrastando l’ammissibilità stessa dell’introduzione di una siffatta clausola all’interno dello statuto societario, rileva acutamente come “[sia] *anche possibile, e riterrei preferibile, sottolineare la circostanza che in effetti la clausola di drag-along non pone i problemi di cui si preoccupa il segnalato orientamento giurisprudenziale e, in particolare, non può essere equiparata ad un’ipotesi di esclusione. La circostanza in particolare che il suo esito è l’alienazione dell’intera partecipazione sociale, anche di quella del socio cui compete il*

potere di «trascinamento», per un verso implica un'omogeneità di conseguenze per tutti i soci, ed allora quanto meno ne riduce la portata come mezzo di pressione nei confronti degli altri soci al fine di alterare i rapporti endosocietari [...] per un altro verso assume il significato, dal punto di vista del socio «trascinato», non tanto di un'esclusione, quanto di una liquidazione della società” ⁽¹³⁸⁾.

Appare a questo punto decisivo affrontare, un po' più nel dettaglio, la possibile assimilazione tra l'ipotesi di introduzione forzata della clausola di trascinamento e l'ipotesi di scioglimento volontario *ex art. 2484, I co., n. 6)*, cod. civ.

2.5 LO SCIoglimento (POTENZIALMENTE ANCH'ESSO FORZOSO) DELLA SOCIETÀ DI CAPITALI E GLI EFFETTI ASSIMILABILI ALL'INTRODUZIONE DELLA CLAUSOLA DRAG ALONG

L'introduzione e la successiva operatività della clausola *drag along* costituisce, invece, una fattispecie per alcuni (decisivi) aspetti assimilabile all'ipotesi di scioglimento anticipato deliberato dall'assemblea dei soci e successiva liquidazione dell'attivo sociale.

Ciò che accomuna tali (di per sé ovviamente distinte) vicende societarie è il fatto che sia la delibera di scioglimento sia quella che introduce la *drag along* – diversamente da quanto si è visto *supra* con

⁽¹³⁸⁾ ANGELICI, (nt. 26), 217, nota 97.

riguardo agli altri istituti ivi considerati – realizzano la perdita dello *status socii* di tutti i soci (nessuno escluso).

In entrambi i casi qui considerati, infatti, il potere della maggioranza di abbandonare il controllo della società travolge anche il diritto della minoranza di rimanere in società, realizzando un *exit* che potremmo definire “collettivo”.

La comunanza di effetti che si realizzano attraverso il compimento delle due diverse vicende (scioglimento e *drag along*) pone l’interprete di fronte al quesito circa la possibilità di utilizzare gli strumenti espressamente riconosciuti dal diritto societario con riferimento allo scioglimento anticipato della società anche con riguardo all’introduzione di una clausola *drag along* all’interno dello statuto.

Essendo differenti i due istituti qui richiamati (scioglimento e *drag along*) la soluzione al dilemma che si pone all’interprete non è banale né scontata.

Tuttavia, se il legislatore ha inteso riconoscere in capo al socio di maggioranza il diritto pieno e incondizionato – salvo ovviamente l’abuso – di sciogliere in anticipo la società, frustrando l’eventuale *desiderata* del socio di minoranza di mantenere la propria partecipazione sociale, potrebbero dedursi validi argomenti – vista la comunanza degli effetti – circa la possibilità di ritenere legittimato il socio di maggioranza a introdurre forzosamente una clausola *drag along*.

Essendo assimilabili gli effetti – in entrambi i casi i soci perdono il loro *status socii* e si ritrovano titolari di un diritto di credito – è, infatti, ipotizzabile una applicazione analogica o in via estensiva delle regole espressamente previste dall'ordinamento per lo scioglimento della società di capitali anche per quanto concerne l'introduzione forzosa della clausola di *drag along*.

Che senso avrebbe – una volta ammessa la meritevolezza degli interessi perseguiti della clausola *drag along* e la sua possibile collocazione in statuto – precludere al socio di maggioranza di introdurre clausole che gli permettono di liquidare la totalità delle partecipazioni della società controllata se, poi, gli si riconosce la piena disponibilità di condurre la stessa verso una liquidazione totale degli *asset*?

Una soluzione permissiva al quesito svolto in questa sede presta il fianco a possibili obiezioni, tutte superabili, circa una ipotetica introduzione forzosa della clausola *drag along* e circa il suo concreto funzionamento, se posto a raffronto dell'*iter* previsto per lo scioglimento della società.

L'assimilazione tra scioglimento e *drag along* potrebbe essere criticata posto che l'introduzione forzosa di una clausola di trascinamento non comporta necessariamente l'avvio della liquidazione della società (*rectius*, delle sue partecipazioni).

Anche qualora, infatti, la clausola venisse introdotta, essa potrebbe non essere mai resa operativa, vuoi perché non vi è alcun terzo interessato

ad acquistare la totalità delle partecipazioni vuoi perché il socio di maggioranza – pur avendone le possibilità – preferisce non utilizzare il potere di trascinamento.

In tali casi, dunque, il socio di minoranza potrebbe lamentarsi del fatto che, con l'introduzione forzosa della clausola di trascinamento, il socio di maggioranza abbia solamente rafforzato ancor di più il proprio controllo sulla società – avocando a sé il potere, del tutto discrezionale, di imporre il disinvestimento anche ai soci di minoranza – ma, di fatto, non lo abbia concretamente esercitato (impedendo, quindi, di ottenere quei vantaggi economici derivanti dal trascinamento).

Peraltro, oltre a subire tale rafforzamento del potere di controllo del socio di maggioranza, il socio forzato potrebbe altresì subire un repentino cambio di rotta della gestione societaria, che, a seguito dell'introduzione della clausola di trascinamento, potrebbe essere incentivata a rendere la società il più appetibile possibile al mercato, eventualmente anche alterando le precedenti prospettive di guadagno (e, soprattutto, di rischio).

In questo scenario, si potrebbe obiettare alla (qui sostenuta) piena assimilazione tra la delibera di scioglimento anticipata con quella di introduzione forzosa della clausola *drag along*, rilevando la assoluta incompatibilità tra le due fattispecie, in particolare per il fatto che solo nella prima di esse è previsto, oltre al necessario avvio dell'*iter* di scioglimento e di liquidazione degli *asset* della società, anche un (altrettanto necessario)

esito conclusivo di tale *iter*, ossia la cancellazione della società *ex art.* 2495 cod. civ.

Esaminando la fattispecie relativa allo scioglimento della società, deve evidenziarsi che l'eventuale dietrofront rispetto a tale *iter* – ossia la revoca dello stato di liquidazione *ex art.* 2487-*ter* cod. civ. – è anch'essa possibile e perseguibile dallo stesso socio di maggioranza, ma è accompagnato dall'inderogabile riconoscimento di un diritto di recesso del socio che non ha concorso a deliberare la predetta revoca, ai sensi dell'*art.* 2437, I co., lett. d), cod., civ.

Viceversa, nel caso in cui il socio di maggioranza introduca forzosamente la clausola *drag along*, questi – salvo particolari pattuizioni che nello specifico impongano il ricevimento di una offerta totalitaria entro un determinato periodo di tempo, oltrepassato il quale sorge il diritto di recesso da parte del socio minoritario – sarebbe comunque libero di non adoperarla e, in tal caso, diversamente che nel caso di scioglimento anticipato, non vi sarebbe alcuna tutela riconosciuta dall'ordinamento in favore del socio di minoranza.

In particolare, con l'introduzione forzata della clausola di trascinarsi, il socio di maggioranza diviene titolare di un diritto che, se esercitato, potrebbe portare ai medesimi effetti conclusivi di cui sopra, ma che, se non esercitato, produce effetti di mero incremento del potere di controllo del socio di maggioranza (e di contestuale possibile diminuzione

di appetibilità sul mercato delle partecipazioni soggette al potere di trascinamento).

Le ipotesi che concretamente potrebbero verificarsi sono tre:

- 1) l'introduzione della clausola *drag along* è contestuale al ricevimento di un'offerta da parte di un terzo volta a ottenere la totalità delle partecipazioni della società;
- 2) l'introduzione della clausola *drag along* anticipa, di poco, il ricevimento futuro di una offerta da parte di un terzo per la totalità delle partecipazioni;
- 3) l'introduzione della clausola *drag along* rimane priva di una sua successiva operatività.

Nei casi *sub* 1) e 2), la delibera introduttiva della clausola di trascinamento è facilmente assimilabile a quella di scioglimento volontario della società, posto che gli effetti relativi al disinvestimento delle partecipazioni dei singoli soci sono sostanzialmente i medesimi.

Anzi, a ben vedere, nella ipotesi *sub* 1), si potrebbe rilevare che il socio di minoranza che ha subito una forzosa introduzione della clausola di trascinamento, resa contestualmente operativa dalla presentazione dell'offerta totalitaria del terzo, si trova in una situazione sotto molti aspetti più favorevole rispetto a quella del suo *alter ego* che ha subito una (anch'essa forzosa) delibera di scioglimento anticipato della società.

Dal punto di vista della rapidità delle operazioni di disinvestimento, infatti, non possono esservi dubbi sul fatto che le pretese economiche del socio trascinato, in un caso come quello appena descritto, siano soddisfatte immediatamente e – cosa ancor più importante per il socio – entro un arco temporale definibile *ex ante*. Di conseguenza, anche dal punto di vista della convenienza economica, deve riconoscersi che, più rapida sarà la fase di realizzazione del disinvestimento, meno saranno i costi di gestione da sostenere per il traghettaggio della società verso l'esito conclusivo dell'operazione.

Certo è che venire a conoscenza – magari nella medesima assemblea – non solo dell'introduzione forzosa di una clausola *drag along* ma anche della ricezione di una proposta per l'acquisto delle totalità delle partecipazioni della società, già accettata dal socio di maggioranza, potrebbe creare qualche difficoltà circa l'effettiva valorizzazione proposta dal terzo, ma tale obiezione è accomunabile a quella per cui da una delibera assembleare il socio che non concorre all'approvazione di tale delibera decida di esercitare il proprio diritto di recesso.

Non solo; tale scenario potrebbe, per certi versi, coincidere con quello delineato ai sensi dell'art. 2497-*quater*, lett. c) cod. civ.

Infatti, in entrambe le fattispecie il socio di minoranza si ritrova – senza aver manifestato alcun tipo di consenso – proiettato in una sorta di disinvestimento dall'originaria partecipazione per ritrovarsi, nel caso della

drag along, con un controvalore in denaro, nel caso delineato dall'art. 2497-*quater* lett. c) cod. civ., con una partecipazione in una società che incarna un differente (*in peius*) grado di rischio e con il riconoscimento di un diritto di recesso (che viene meno, come vedremo *infra*, nel caso del ricevimento di un'offerta da parte di terzi).

Entrambi gli scenari sono accomunati dal fatto che l'*exit* passivo subito dal socio di minoranza proviene non tanto da una scelta gestoria o organizzativa posta in essere dalla società, quanto da dinamiche correlate al controllo della società, alla titolarità delle partecipazioni societarie a vicende, insomma, del tutto estranee alle scelte imprenditoriali poste in essere dal *management* della società.

Come vedremo nell'ultimo capitolo del presente lavoro, il legislatore non solo ha inteso riconoscere il diritto del socio di maggioranza di alterare, anche *in peius*, il grado di rischio dell'investimento assoggettando la società all'inizio (o alla cessazione) dell'attività di direzione e coordinamento senza prevedere alcun tipo di potere di *voice* in favore del socio di minoranza, ma ha anche optato per riconoscere a quest'ultimo una (mera) tutela di *exit* (nel caso, come vedremo *infra*, anche solo "privata").

Al contrario, l'ipotesi *sub* 3), invece, non produce i medesimi effetti dello scioglimento ma, anzi, potrebbe "peggiore" la condizione del socio minoritario, senza garantirgli la possibilità di *exit* tramite il diritto di recesso

(invece previsto nel caso di revoca dello stato di scioglimento ai sensi del combinato disposto di cui agli artt. 2437, I co., lett. d e 2487-ter cod. civ.).

In tali casi, laddove all'introduzione forzata della clausola non segua – in tempi ragionevoli – l'accettazione da parte del socio di maggioranza di una proposta da parte del terzo, e laddove la clausola non ponga limiti temporali per la sua operatività, al socio di minoranza potrebbe riconoscersi il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2487-ter, cod. civ., applicabile sia alle s.p.a. che alle s.r.l., sostenendo che, di fatto, l'intento liquidatorio manifestato forzatamente dal socio di maggioranza è rimasto inattuato e che, dunque, debba intendersi venuto meno per *factia concludentia*.

Senonché, a ben vedere, tale soluzione – piuttosto ardita e difficile da sostenere – potrebbe essere superata ove si consideri che, una volta ammessa la possibilità per un socio di maggioranza di introdurre forzatamente una clausola *drag along* e, nel caso, di invocarla contestualmente alla delibera di modifica dello statuto, si deve anche riconoscere che, dal punto di vista del socio di minoranza e del mercato, la circostanza che la predetta clausola sia inserita o meno nello statuto di una società di capitali (che abbia una compagine societaria come quella esaminata nel presente lavoro) si riduce ad una questione del tutto ininfluyente.

Ciò che, infatti, più interesserà al socio di minoranza e al mercato (eventualmente interessato ad acquistare la partecipazione di minoranza)

non sarà tanto la presenza o meno di una siffatta clausola quanto la titolarità o meno, in capo al socio di maggioranza, dei *quorum* necessari per approvare modifiche statutarie.

È, infatti, evidente che, laddove venisse riconosciuto il potere di un socio di maggioranza – titolare di una partecipazione in grado di sciogliere anticipatamente la società controllata – a introdurre forzosamente una clausola di *drag along* in statuto, diventa irrilevante per il mercato il fatto che lo statuto di una società partecipata (da un socio detentore di un siffatto controllo) preveda o meno una clausola *drag along*.

Ciò in quanto, in ipotesi di introducibilità forzosa della clausola di trascinamento, un terzo acquirente della partecipazione di minoranza di una società priva di detta clausola statutaria potrebbe comunque subire, successivamente all'acquisto, una introduzione forzosa della clausola *drag along*.

In definitiva, alla luce delle considerazioni appena svolte, potrebbe concludersi rilevando la centralità – in generale per il mercato e, in particolare, per un potenziale acquirente di una partecipazione di minoranza – non tanto dell'esistenza o meno di una clausola di trascinamento statutaria quanto dell'esistenza di una maggioranza titolare di una partecipazione in grado di deliberare lo scioglimento anticipato ai sensi dell'art. 2484, I co., n. 6, cod. civ.

2.6 LA PORTATA DEL DIRITTO DELLA MAGGIORANZA DI DELIBERARE LO SCIoglimento DELLA SOCIETÀ

A differenza delle altre cause di scioglimento – ove la deliberazione assembleare ha una mera efficacia dichiarativa di un fatto che autonomamente determina l'effetto dissolutivo – si ritiene che la delibera avente ad oggetto la scelta di risolvere anticipatamente il contratto di società, e quindi la decisione di avviare la fasi di liquidazione della stessa, abbia natura costitutiva dello scioglimento stesso ⁽¹³⁹⁾.

L'approvazione della delibera assembleare prevista dall'art. 2484, I co., n. 6), cod. civ. rappresenta, dunque, l'unico presupposto – essenziale e necessario – perché una società di capitali possa avviare il procedimento di scioglimento volontario e costituisce altresì una sorta di compromesso tra le diverse contrapposte esigenze del principio di diritto romano – sotteso a tutte le vicende appartenenti alla più ampia categoria delle comunioni – secondo cui *in communione vel societate nemo compellitur invitus detineri* e a quello relativo a tutte le società di capitali volte a tutelare la funzione economica e gli impegni assunti dalla società nei confronti dei terzi.

Il carattere decisivo della vicenda assembleare in sé e per sé considerata – e, di conseguenza, l'importanza dell'esercizio del diritto di voto da parte dei soci – giustifica la previsione di *quorum* rafforzati

⁽¹³⁹⁾ In dottrina, cfr. PRATO, *sub art. 2484*, in Fauceglia, Schiano di Pepe (diretto da), *Codice commentato delle S.p.a.*, II, Milano, 2007, p. 1496; PASQUARIELLO, *sub art. 2484*, in Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, III, Padova, 2005, 2158.

dell'assemblea straordinaria, mantenute anche in seconda e – solo per le società quotate – in terza convocazione ⁽¹⁴⁰⁾.

Anche con riferimento alla società a responsabilità limitata, la deliberazione di scioglimento prevede una disciplina peculiare, essendo stata inclusa nell'elencazione di cui all'art. 2479, IV co., cod civ., relativo alle decisioni dei soci che debbono adottarsi necessariamente con procedimento assembleare ⁽¹⁴¹⁾.

Trattandosi, appunto, di delibere assembleari, dove vige il principio maggioritario e dove, quindi, è contemplata la possibilità di un socio “soccombente” all'altrui volontà, l'attenzione dell'interprete deve giustamente concentrarsi sulle concrete motivazioni che hanno determinato il voto dei soci (in particolare di quello dei soci maggioritari), nel tentativo di tracciare un confine, il più visibile possibile, oltrepassato il quale un voto possa essere considerato illecito.

È, tuttavia, evidente che, nell'ambito di una delibera che verte sullo scioglimento della società – e ragionando sul presupposto che non esista un interesse della società alla necessaria continuazione della vita sociale – l'interesse di ogni singolo socio a votare a favore o contro può essere determinato da diverse motivazioni: tutte, comunque, non necessariamente

⁽¹⁴⁰⁾ Per una completa descrizione della disciplina dello scioglimento in esame, si veda NICCOLINI, *La liquidazione volontaria delle società fra passato e presente*, in *Le liquidazioni aziendali*, Torino, 2010, 7-56.

⁽¹⁴¹⁾ In tema di società a responsabilità limitata, si rinvia a DE MARCHI, SANTUS, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, p. 319.

collegate all'andamento delle attività sociali né a suoi profili organizzativi
(142).

La scelta di sciogliere o di far proseguire la società è un dilemma che, infatti, concerne unicamente l'investimento di ogni singolo socio, da risolvere considerando le proprie esigenze economiche, le possibili attività alternative in cui reinvestire, ecc.: se, dunque, al socio di controllo risulterà conveniente avviare lo scioglimento della società, voterà a favore e, se titolare dei necessari *quorum* rafforzati sopra accennati, potrà provocare l'avvio della procedura disciplinata dagli articoli 2484 e seguenti cod. civ.

Sul punto, è stato sostenuto che la delibera di scioglimento anticipato realizza un interesse “*esclusivo del socio di controllo*”⁽¹⁴³⁾ posto che – senza che vi sia una necessaria “*diretta intenzione di pregiudicare gli altri soci*”⁽¹⁴⁴⁾ – costituisce una scelta che, di fatto, è nella sua piena disponibilità, così come, di conseguenza, sono nella sua piena disponibilità anche le partecipazioni di titolarità dei soci di minoranza.

Questi ultimi, infatti, di fronte ad una delibera di approvazione dello stato di scioglimento della società, si vedono il più delle volte costretti ad assistere “passivamente” al passaggio da uno stato di *going concern* a quello

⁽¹⁴²⁾ Non pare condivisibile, invece, l'opinione di chi ravvisa in entrambe le possibili scelte (scioglimento anticipato / continuazione dell'impresa) il perseguimento di un interesse comunque “sociale”. Così, ANGELICI, (nt. 10), 120.

⁽¹⁴³⁾ Così RUBINO DE RITIS, *Trasferimento di pacchetti azionari di controllo: clausole contrattuali e limiti all'autonomia privata*, in *Giur. Comm.*, 1997, p. 890.

⁽¹⁴⁴⁾ RUBINO DE RITIS, (nt. 135), che aggiunge, sul punto, “*a meno che lo scioglimento anticipato non sia deliberato in vista di una successiva costituzione di altra società, con esclusione di alcuni soci non graditi dalla maggioranza*”.

di *dying concern*, fino a diventare – una volta depositato e approvato il bilancio finale di liquidazione *ex art. 2492 cod. civ.* – meri creditori della società.

Non è un caso che è proprio in tali fattispecie – dove gli interessi perseguiti dai singoli soci non sono rivolti al reale andamento della società ma coinvolgono ragioni di opportunità ad essa completamente estranei – che l’eventuale approvazione della delibera con il solo voto favorevole del socio di controllo ha posto (e pone tuttora) seri interrogativi sul concetto di conflitto di interessi *ex art. 2373 cod. civ.*: ciò a prescindere dall’adesione, in tema di interesse sociale, alle teorie contrattualiste o a quelle istituzionaliste⁽¹⁴⁵⁾.

Al pari che nell’ambito delle delibere aventi ad oggetto lo scioglimento della società di capitali, anche quelle relative all’introduzione di una clausola *drag along* costituiscono una sede ove convergono, più che interessi strettamente organizzativi e societari, motivazioni marcatamente egoistiche legate alla possibilità di disinvestire (nel miglior modo possibile) l’originario investimento.

Anche in tale frangente, infatti, ciò che si discute è la possibilità di uscita dall’investimento, attraverso una (più o meno pronta) liquidazione del patrimonio sociale.

⁽¹⁴⁵⁾ Così, in conclusione, anche ANGELICI, (nt. 10), 120, nota 83, il quale però parte dal presupposto inverso, ossia che le scelte alternative poste al vaglio del socio titolare di un diritto di voto (disinvestimento / continuazione dell’impresa) debbano entrambe essere considerate come “sociali”.

A ben vedere, prima ancora dell'interesse concreto sotteso all'esercizio del diritto di voto da parte dei singoli soci, le fattispecie qui considerate – scioglimento anticipato e introduzione di una clausola *drag along* – sono assimilabili sotto il profilo degli effetti realizzati, sia (e soprattutto) se si esamina la fattispecie dal punto di vista del singolo socio-investitore sia se la si esamina dal punto di vista dell'impresa.

Nell'un caso come nell'altro, gli sviluppi della procedura di liquidazione, da una parte, o dell'attivazione della clausola di trascinamento, dall'altra, consentono al socio di controllo di monetizzare il plusvalore derivante dalla dismissione unitaria dell'intera azienda, che si realizza attraverso il trasferimento dell'azienda ad altro soggetto, nel caso della liquidazione (con relativa cessione in blocco), ovvero mediante il trasferimento del pacchetto totalitario, nel caso dell'attivazione della clausola *drag along*.

È inutile aggiungere che, anche sotto tale profilo – inerente le motivazioni sottostanti all'esercizio del diritto di voto da parte dei soci – la vicenda in esame differisce profondamente rispetto alla delibera che volesse modificare le regole relative alla circolazione delle partecipazioni o a quella che intendesse assoggettare allo strumento del riscatto *ex art. 2437-sexies* cod. civ.

Mentre la vicenda del trascinamento attiene, come detto, all'uscita collettiva e, quindi, presuppone valutazioni di ogni singolo socio circa

l'opportunità di avviare l'*exit*, le altre delibere concernono profili organizzativi della società che, dunque, hanno la comune prerogativa di rimanere all'interno delle dinamiche societarie ⁽¹⁴⁶⁾.

La nota sentenza della Corte di Cassazione n. 11151 del 26 ottobre 1995 ha rappresentato, secondo alcuni ⁽¹⁴⁷⁾, un importante crocevia dell'orientamento giurisprudenziale in tema di interesse sociale nel nostro ordinamento, decretando la piena adesione alla teoria contrattualista.

In particolare, nella fattispecie esaminata dalla Suprema Corte nel 1995, veniva contestata, da un socio di minoranza, la legittimità di una delibera assembleare, assunta con il consenso del restante 70% del capitale sociale, avente ad oggetto l'anticipato scioglimento di una società a responsabilità limitata, sull'assunto per cui *“lo scioglimento non [sarebbe stato] in alcun modo giustificato poiché l'andamento della gestione era largamente in attivo, ed appariva quindi evidente che la delibera [sarebbe] stata adottata all'unico scopo di estrometterlo dalla compagine sociale [...] in una situazione di evidente conflitto di interessi”*.

⁽¹⁴⁶⁾ Ciò non significa che, in tali occasioni, il socio debba esercitare il proprio diritto di voto quale socio e non quale investitore, ma quello che si vuole sostenere è che, in tali occasioni, è più semplice ravvisare possibili abusi da parte del socio, in quanto una opzione posta al suo vaglio potrebbe essere oggettivamente migliorativa delle condizioni economiche della società partecipata. Pertanto, un voto negativo rispetto a tale opzione è più difficilmente giustificabile.

⁽¹⁴⁷⁾ La sentenza è stata oggetto di una prestigiosa tavola rotonda, pubblicato su *Giur. Comm.*, 1996, II parte, p. 329 e seguenti, intitolato *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, ove sono pubblicati i commenti di P.G. JAEGER, ANGELICI, GAMBINO, COSTI E CORSI.

Riportando la efficace sintesi dell'*iter* argomentativo tracciato dalla Cassazione illustrato da uno degli autorevoli Autori che hanno commentato la sentenza ⁽¹⁴⁸⁾, la pronuncia ha affermato che:

- a) *l'art. 1375 cod. civ. impone "a ciascuna parte (contrattuale) di tenere quei comportamenti che, a prescindere dagli obblighi espressamente assunti con il contratto siano idonei a soddisfare le legittime aspettative dell'altra parte" (e viene qui richiamata Cass. 9 marzo 1991, n. 2053)";*
- b) *questo principio, per il suo carattere generale, vale per tutti i contratti, anche quelli plurilaterali e con comunione di scopo;*
- c) *la personalità giuridica delle società di capitali non osta alla "persistenza di un vincolo di natura contrattuale, perché "l'ente è un centro di imputazione meramente transitorio e strumentale". La persona giuridica non è un'entità reale diversa dalle persone fisiche; ma l'espressione di una particolare normativa avente ad oggetto pur sempre relazioni tra uomini". Viene così seppellita, si spera definitivamente, l'acritica adesione della Cassazione alla teoria della Person in sich!;*

⁽¹⁴⁸⁾ JAEGER, (nt. 139), 333.

- d) *(Passaggio successivo, e indubbiamente più ardito) Non vi è contrasto tra il carattere volitivo delle determinazioni che i soci prendono nel corso del rapporto (voto in assemblea) e "l'attività esecutiva che il citato art. 1375 è destinato a disciplinare". Ciò perché, a differenza che nei contratti di scambio, l'attuazione del contratto di società richiede la collaborazione dei soci, che è quindi un vero e proprio obbligo;*
- e) *L'art. 2373 non è, dunque, una norma eccezionale, ma l'espressione "dell'esigenza che i rapporti all'interno della società si realizzino attraverso comportamenti coerenti con gli scopi per i quali il contratto sociale è stato stipulato";*
- f) *Viene confermato; ma su basi più solide e coerenti, che l'accertamento della violazione dell'art. 1375 c.c. "non comporta alcun sindacato di merito".*

Come rilevato dalla autorevole dottrina che ha commentato tale pronuncia, i principi espressi dalla Cassazione nel caso sottoposto alla sua attenzione – in particolare il passaggio *sub c)* – segnavano un passo decisivo nell'evoluzione interpretativa del concetto di interesse sociale, superando quell'approccio – talvolta seguito tuttora da parte della dottrina – tendente a concepire l'esistenza di un interesse proprio della società.

Non è certamente questa la sede per ripercorrere l'evoluzione dell'annosa, seppur sempre attuale, questione riguardante il significato dell'interesse sociale, cui fa riferimento l'art. 2373 cod. civ., né pare questa la sede per illustrare l'adesione ad una delle tante e autorevoli teorie fino ad oggi espresse e ben argomentate, essendo qui sufficiente fare qualche minima osservazione sullo stato attuale del dibattito e sottolineando, comunque, l'indifferenza dell'adesione all'una o all'altra teoria per sciogliere il nodo della presente ricerca.

L'interesse che un socio di maggioranza persegue nel tentativo di introdurre forzosamente una clausola *drag along* attiene, come sopra accennato, esclusivamente alla propria intenzione di disinvestire le somme originariamente spese per l'acquisto della relativa partecipazione di controllo e nulla ha a che vedere con quello che, in un senso istituzionalista, potrebbe essere definito l'interesse "sociale".

Se, infatti, dovessimo concepire la società come un organismo dotato di un proprio interesse⁽¹⁴⁹⁾, alla pari di qualsiasi altro soggetto – seppur con le sue peculiarità (ad esempio, una durata ben precisa, determinata nell'atto costitutivo) – sarebbe impensabile che tale interesse possa consistere, soprattutto laddove gli affari vanno bene e vi siano terzi interessati

⁽¹⁴⁹⁾ Faccio riferimento alle tradizionali impostazioni della teoria istituzionalista, così come descritta da BOBBIO, *Organicismo e individualismo: un'antitesi*, in *Individuale e collettivo. Decisione e razionalità*, a cura di Petroni e Viale, Milano, 1997, p. 179 e seguenti.

all'acquisizione della partecipazione di controllo, in un suo anticipato scioglimento ⁽¹⁵⁰⁾.

Al contrario, secondo un'impostazione di opposta veduta, legata ad un'impostazione individualista ⁽¹⁵¹⁾ – secondo cui la società costituisce lo strumento per la realizzazione dell'interesse personale dei soci – l'interesse sociale cui fa riferimento l'art. 2373 cod. civ. dovrebbe ricondursi all'interesse del socio maggioritario, titolare del *quorum* necessario per approvare la delibera assembleare di volta in volta oggetto di votazione. Laddove l'interesse del socio di controllo sia quello di sciogliere anticipatamente la società, e salvo che ciò sia esclusivamente e intenzionalmente dovuto al fine di danneggiare gli altri soci, nessun tipo di conflitto *ex art. 2373 cod. civ.* né di abuso del diritto *ex art. 1375 cod. civ.* potrà mai essere contestato, ma, anzi, il suo interesse costituirà l'interesse emerso dal momento assembleare e, quindi, quello della società.

Tuttavia, come recentemente dato atto da un Autore, l'originaria impostazione organicista – così come definita da Bobbio – non appartiene ormai più ad alcuna corrente dottrinarica che faccia i conti con il sistema

⁽¹⁵⁰⁾ Sul punto si veda, però, anche di recente, quell'orientamento secondo cui «*nel concetto di interesse sociale l'interesse allo scioglimento della società, che è un interesse sempre in conflitto con l'accrescimento del patrimonio sociale e con la stessa massimizzazione del rendimento delle azioni*», una recente ordinanza emessa dal Trib. Roma, riportata parzialmente in *BBTC*, 2014, fasc. 5, p. 590. Così anche, Cass. 12 dicembre 2005, sent. n. 27383, in *Foro it.*, 2006, p. 3455.

⁽¹⁵¹⁾ Per una approfondita ed autorevole disamina del dibattito, si rinvia a JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1963, p. 3 e seguenti. Nell'ottica contrattualista, il conflitto non presuppone un contrasto fra l'interesse del socio e l'interesse (superiore) della società, ma un contrasto fra due interessi entrambi facenti capo al socio (DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2005, p. 316).

economico capitalistico del nostro ordinamento ⁽¹⁵²⁾, ma rimane, comunque, tuttora da chiarire, anche in un’ottica prettamente contrattualista – che ha ormai assunto una conformazione sfaccettata e complessa – il significato da accordare al concetto di interesse sociale di cui all’art. 2373 cod. civ., snodo nevralgico della disciplina in tema di conflitto di interessi.

È d’altronde la stessa lettura dell’art. 2373 cod. civ. a porre all’interprete un siffatto dilemma – *“la deliberazione approvata con il voto determinante di coloro che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell’art. 2377 qualora possa recarle danno”* – poiché impone agli interpreti l’arduo compito di assegnare un preciso significato al concetto di interesse sociale, da porre a confronto con l’interesse del socio, così permettendo l’eventuale emersione della conflittualità di interessi ⁽¹⁵³⁾.

Come detto, una interpretazione istituzionalista-organicista che reputi possibile individuare l’interesse sociale cui fa riferimento l’art. 2373 cod. civ. così da poterlo rapportare a quello portato in assemblea dal socio che ha espresso il voto determinante per l’approvazione della relativa

⁽¹⁵²⁾ Come scrive DENOZZA, (nt. 63), 480, *“il termine istituzione ha perso, nell’uso attualmente più diffuso, la connotazione organicistica che aveva nel dibattito sull’istituzionalismo cui ho fatto poc’anzi riferimento [...] la domanda se la società per azioni sia una istituzione o un contratto, non è perciò la più interessante, ben evidente essendo che nella prospettiva qui accolta ben può essere entrambi, e cioè un insieme di regole (istituzione) create da uno o più contratti”*.

⁽¹⁵³⁾ E in questo senso si muove anche la giurisprudenza: v., di recente, Cass., 17 luglio 2007, n. 15950, in *Riv. not.*, 2009, II, p. 648; Cass., 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Foro it.*, 2006, p. 3448; Trib. Santa Maria Capua Vetere, 31 maggio 2012, in *BBTC*, 2014, II, p. 67; Trib. Salerno, 28 ottobre 2008 in *Dir. fall.*, 2010, II, p. 466; Trib. Milano, 28 gennaio 1998, in *Giur. it.*, 1998, p. 2114.

delibera, non costituisce più una soluzione sostenibile, salvo voler rimettere in gioco i principi che reggono l'odierno stato dell'economia globale.

Ciò detto, il riferimento letterale dell'art. 2373 cod. civ. ad un preciso interesse sociale pone non piccoli problemi con la maggior parte delle teorie che si rifanno ad una concezione contrattualista e impone, di conseguenza, delicate e non sempre lineari forzature interpretative della norma.

Di recente è stato autorevolmente sostenuto che, dalla formulazione letterale dell'art. 2373 cod. civ., non si dovrebbe pretendere la “*individuazione positiva di un «interesse sociale»*” ma piuttosto, dovrebbe ricercarsene una “*negativa*”⁽¹⁵⁴⁾, che connoti la delibera contestata come impregnata di interessi extrasociali riconducibili al socio che ha votato in maniera determinante.

Sempre lo stesso Autore afferma la crucialità, ai fini dell'applicabilità della norma, della distinzione tra l'interesse del socio che “*si pone all'esterno della società, di modo che la sua soddisfazione può essere ottenuta solo a costo della medesima*» e quello che «*viene perseguito al suo interno e tramite essa*”⁽¹⁵⁵⁾.

In altri termini, usando le parole dell'Autore citato, “*è decisiva la corrispondenza della deliberazione all'«interesse in conflitto» dell'azionista, non di per sé la sua contrarietà ad un «interesse sociale»: se*

⁽¹⁵⁴⁾ ANGELICI, (nt. 10), 109.

⁽¹⁵⁵⁾ ANGELICI, (nt. 10), 107, e v. anche 94 s., nota 36.

si vuol dire, come avviene in altri ordinamenti, la sua idoneità a tal fine”

(156).

Innanzitutto, volendo trarre spunto dalle conclusioni di Angelici per fare qualche breve osservazione sulla corretta portata dell'art. 2373 cod. civ., si ritiene opportuno rilevare che il distinguo tra individuazione “positiva” dell'interesse sociale da un'altra “negativa” non risolve il problema circa la sua concreta individuazione, ma semplicemente rinvia il momento della sua (comunque necessaria) soluzione ad un momento successivo⁽¹⁵⁷⁾.

Infatti, una volta appreso il reale interesse perseguito dal socio che ha determinato (ad esempio) l'approvazione di una delibera assembleare, e una volta compreso che gli interessi della delibera combacino con questi ultimi, come è possibile riscontrare una “conflittualità” se non rapportandola con una (o più) che si intendono riconducibili a quella sociale?

La natura extrasociale dell'interesse perseguito dalla delibera contestata è tale, infatti, solo se questo viene rapportato ad altri che, viceversa, debbono ritenersi sociali.

Un caso emblematico che conferma tali osservazioni è proprio quello relativo alla delibera assembleare che abbia ad oggetto l'anticipato scioglimento della società di capitali.

⁽¹⁵⁶⁾ ANGELICI, (nt. 10), 110.

⁽¹⁵⁷⁾ Sembra condividere l'impostazione di ANGELICI anche la recente sentenza della Corte di Cassazione, sent. n. 27387/2005, in *Foro It.*, 2006, p. 3455, che ricostruisce la figura dell'eccesso di potere nell'essere il voto ispirato al perseguimento da parte dei soci di maggioranza di un «*interesse personale antitetico a quello sociale*».

In tale sede, ove viene chiesto ai soci di votare a favore o contro un *exit* collettivo, l'interesse dei soci – di qualunque socio – è da ricondurre a interessi che, seppur compatibili con la causa del contratto sociale ⁽¹⁵⁸⁾, sono pur sempre da ricondurre ad un ambito che potremmo definire personale (se non addirittura egoistico).

In tale circostanza, risulterebbe, dunque, impossibile ravvisare, secondo l'impostazione di Angelici, una delibera conforme e rispettosa del precetto di cui all'art. 2373 cod. civ., salvo non voler indagare, tra i vari interessi personali che hanno indotto il socio a votare a favore o contro lo scioglimento, se via sia un limite, oltre il quale, un interesse personale debba essere considerato illecito e se tale limite, nel caso di specie, sia stato oltrepassato.

Se la soluzione proposta da Angelici costituisse, dunque, l'interpretazione da preferire – nell'interpretare correttamente l'art. 2373 cod. civ. – sarebbe allora necessario dare atto dell'eccezionalità della delibera vertente lo scioglimento anticipato della società – così come quelle

⁽¹⁵⁸⁾ Sul punto, si veda anche Cass., 12 dicembre 2005, n. 27387, pubblicata in diverse riviste, tra cui in *Foro it.*, 2006, I, p. 3468, e spesso richiamata anche dalla giurisprudenza di merito (di recente, si veda Tribunale di Roma, 21 luglio 2015, sent. n. 15923/2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it) ove viene affermato il principio per cui “*ai fini dell'annullamento per conflitto di interessi ai sensi dell'art. 2373 cod. civ., è essenziale che la delibera sia idonea a ledere l'interesse sociale, inteso come l'insieme di quegli interessi che sono comuni ai soci, in quanto parti del contratto di società, e che concernono la produzione del lucro, la massimizzazione del profitto sociale (ovverosia del valore globale delle azioni o delle quote), il controllo della gestione dell'attività sociale, la distribuzione dell'utile, l'alienabilità della propria partecipazione sociale e la determinazione della durata del proprio investimento. Pertanto, si ha conflitto di interessi rilevante quale causa di annullabilità delle delibere assembleari quando vi è, di fatto, un conflitto tra un interesse non sociale e uno qualsiasi degli interessi che sono riconducibili al contratto di società*”.

sull'introduzione di clausola di trascinamento – poiché, in tale contesto, tutti gli interessi perseguiti dai soci, risultano estranei alle questioni societarie, così sfumando, in maniera evidente, la demarcazione tra “*interno*” ed “*esterno*” alla società.

Da ciò ne discende che l'eventuale contestazione di un voto favorevole allo scioglimento anticipato di società, così come all'introduzione di una clausola *drag along*, potrà e dovrà, tuttalpiù, essere oggetto di una contestazione circa l'esercizio abusivo del diritto *ex art. 1375* cod. civ.⁽¹⁵⁹⁾.

Orbene, la attuale posizione del diritto “vivente” in tema di abuso del diritto (che, correlato alla maggioranza, costituisce un vero e proprio abuso di potere) continua ad essere configurato (spesso non è chiaro se in termini alternativi, concorrenti o anche solo parzialmente cumulativi⁽¹⁶⁰⁾) in due

⁽¹⁵⁹⁾ Il richiamo a tale norma è ormai seguito sia da dottrina che da giurisprudenza. In dottrina, si rimanda a CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, Tomo 2, *Diritto delle società*, Torino, 2012, p. 344; JAEGER, (nt. 143), 191 e seguenti. In giurisprudenza, si veda Cass. 21 dicembre 1994, sent. n. 11017, in www.dejure.it; Trib. Milano, 2 giugno 2000, in *Foro it.*, 2000, I, p. 3638.

⁽¹⁶⁰⁾ Così si esprime anche LA MARCA, *Alla ricerca dell'interesse della società al suo scioglimento tra conflitto di interessi e abuso di potere*, in BBTC, fasc. 5, 2014, p. 595. In giurisprudenza, si veda Cass., 12 dicembre 2005, n. 27387 in *Foro it.*, 2006, I, p. 3468, nella quale pure si dichiara adesione all'indirizzo della sopra accennata Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151; e più di recente, Cass., 17 luglio 2007, n. 15942, Soc., 2008, p. 306. Sembra richiedere sia il contrasto con l'interesse sociale sia il pregiudizio per i soci di minoranza, Trib. Roma, 22 ottobre 1980, in *Soc.*, p. 415; l'alternatività dei due requisiti non è chiaramente affermata neanche in Trib. Milano, 14 ottobre 2013, in www.giurisprudenzadelleimprese.it; Trib. Santa Maria Capua Vetere, 31 maggio 2012, in BBTC, II, p. 70, con Nota (critica) di PACE, *Diritto di rinvio assembleare, conflitto di interessi e abuso della maggioranza per scioglimento volontario nelle società a responsabilità limitata*; Trib. Salerno, 28 ottobre 2008, in *Dir. Fall.*, 2010, II, p. 473; Trib. Milano, 19 novembre 2001, in *Giur. it.*, 2002, p. 1442 e in Trib. Milano, 15 aprile 1991, in *Giur. it.*, 1991, I, 2, p. 651. L'alternatività è invece chiaramente affermata da Cass., 29 maggio 1986, n. 3628, in *Soc.*, 1986, p. 1088; nello stesso senso, Cass., 5 maggio 1995, n. 4923, in *Soc.*, 1995, p. 1548; Cass., 4 maggio 1994, n. 4323, in *Nuova giur. civ. comm.*,

modi diversi (tali a prescindere peraltro dal fondamento normativo posto a specifico riferimento dell'istituto):

- a) deliberazione in contrasto con l'interesse sociale o, comunque, in contrasto con lo scopo economico-pratico della società;
- b) deliberazione adottata a vantaggio della sola maggioranza con pregiudizio dei diritti della minoranza.

Una volta appurata la palese inconsistenza, per tutte le ragioni sinteticamente esposta *supra*, dell'argomento *sub a*), deve chiarirsi e svilupparsi quello *sub b*) che si ritiene essere l'unico in grado di cogliere il limite ultimo dell'arbitrarietà dell'esercizio del diritto di voto del socio.

La fattispecie relativa ad una delibera di scioglimento anticipato adottata a vantaggio della sola maggioranza, con pregiudizio dei diritti della minoranza, è stata di recente affrontata da una giurisprudenza di merito ⁽¹⁶¹⁾ che fonda il divieto di abuso sui canoni generali di correttezza e buona fede (intesa, precisa il Tribunale di Roma, come «*principio di collaborazione che deve informare l'opera dei soci nell'organizzazione della società*») e rende invalide «*le deliberazioni assembleari finalizzate esclusivamente a favorire la maggioranza a danno della minoranza*».

1995, p. 636; App. Roma, 4 giugno 1990, in *Foro it.*, 1990, I, p. 2949; App. Milano, 24 febbraio 1987, in *Foro it.*, 1988, I, p. 607; Trib. Roma, 11 dicembre 2000, in *Dir. prat. soc.*, 2001, 3, p. 70; Trib. Napoli, 24 aprile 1996, in *Soc.*, 1996, p. 1431; Trib. Milano, 25 settembre 1995 (ord.), in *Soc.*, 1996, p. 439; Trib. Milano, 13 dicembre 1990, in *Soc.*, 1991, p. 677; Trib. Trieste, 3 luglio 1987, in *Giur. comm.*, 1998, II, p. 124; Trib. Milano, 8 gennaio 1987, *Foro it.*, 1988, p. 608. Attento a circoscrivere il rilievo dell'abuso di potere al solo caso di contrasti fra gli interessi dei soci, Trib. Milano, 28 gennaio 1998, *Giur. It.*, 1998, p. 2117.

⁽¹⁶¹⁾ Ci si riferisce alla già citata ordinanza del Trib. Roma, riportata parzialmente in *BBTC*, 2014, fasc. 5, p. 590.

Il Tribunale di Roma riconosce che la vicenda della società consiste in un contratto e che i soci devono eseguire il contratto secondo buona fede e correttezza, considerati come canone oggettivo, che *«non impone ai soggetti un comportamento a contenuto prestabilito, ma rileva soltanto come limite esterno all'esercizio di una pretesa, essendo finalizzato al contemperamento degli opposti interessi i quali, nel dinamismo proprio dell'ordinamento societario, sono destinati a trovare adeguata composizione nell'ambito del procedimento deliberativo»*.

Ed osserva ancora che la regola di maggioranza *«prescrive [...] al socio non di esercitare il diritto di voto in funzione di un predeterminato interesse, ma di esercitarlo liberamente e legittimamente per il perseguimento di un proprio interesse fino al limite dell'altrui potenziale danno»*.

A connotare in maniera illecita la condotta è, ad avviso del Tribunale di Roma, *«la dimostrazione di un esercizio “fraudolento” ovvero “ingiustificato” del potere di voto, l'abuso non potendo consistere nella mera valutazione discrezionale del socio dei propri interessi, ma dovendo concretarsi nella intenzionalità specificamente dannosa del voto, ovvero nella compressione degli altrui diritti in assenza di apprezzabile interesse del votante»*.

L'intenzionalità — di per sé considerata — non rende tuttavia illeciti né la condotta né il danno, se non ricorrendo gli estremi della emulazione (162).

Sufficiente, oltre che coerente con l'oggettività dell'evocato canone di buona fede, dovrebbe invece essere considerata la dimostrazione di un esercizio ingiustificato del potere di voto; a questo fine, particolarmente interessante è la prospettiva di ricerca evocata dal Tribunale in ordine alla compressione degli altrui diritti in assenza di un apprezzabile interesse del votante, cui però non ha fatto seguito l'esplicitazione del criterio in base al quale considerare o meno rilevante un certo interesse.

Provando a sviluppare il percorso tracciato dal Tribunale di Roma — conforme agli orientamenti espressi anche dalle recenti pronunce della Cassazione — e limitando la ricerca ai limiti del potere riconosciuto al socio di maggioranza in relazione alla scelta di liquidare anticipatamente la società partecipata, si potrebbe osservare che, in realtà, come si è già avuto modo di vedere, l'interesse sotteso a disinvestire in anticipo può essere sempre riconosciuto come esistente, in virtù del noto brocardo latino secondo cui *in comunione (vel societate) nemo compellitur invitus detinere*.

Tuttalpiù, non deve essere dimostrato il contrario, ossia che il reale motivo sotteso all'esercizio di un diritto di voto favorevole allo scioglimento anticipato della società sia quello di proseguire il controllo

⁽¹⁶²⁾ Sull'argomento, è ancora oggi rilevante, ai fini della ricostruzione dell'eccesso di potere assembleare, in termini di esercizio emulativo del potere di voto, TRIMARCHI, *Invaldità delle deliberazioni di assemblea di società per azioni*, Milano, 1958, p. 175.

dell'attività imprenditoriale senza la presenza del socio di minoranza della precedente compagine societaria.

Laddove, infatti, si dovesse dimostrare che le reali intenzioni del socio di maggioranza che ha votato a favore dello scioglimento anticipato della società siano invero riconducibili alla volontà di questo di estromettere l'altro socio dal controllo dell'attività economica sottostante, allora sarebbe evidente l'esercizio abusivo del diritto di voto e, dunque, si ravviserebbero gli estremi per l'impugnazione della delibera e per ottenere il risarcimento del danno.

In caso contrario – ossia qualora non si riuscisse a dimostrare tale finalità espropriativa – la delibera di scioglimento anticipato della società dovrà essere considerata valida ed efficace.

CAPITOLO 3

LA PREVISIONE DI UN *FLOOR* STATUTARIO PER IL DISINVESTIMENTO DEL SOCIO TRASCINATO

3.1 *L'esigenza di tutelare il socio trascinato attraverso una equa valorizzazione* **123** **3.2** *La chiave di lettura offerta dall'art. 2497-quater, lett. c), cod. civ. 128* **3.3** *L'eventuale incongruità del prezzo offerto dal terzo e la tutela ex post in favore del socio di minoranza* **138**

3.1 L'esigenza di tutelare il socio trascinato attraverso una equa valorizzazione

Dopo aver esaminato la clausola *drag along* e aver proposto uno spunto argomentativo favorevole alla possibilità per il socio di maggioranza di introdurre la clausola forzosamente, si intende prendere posizione – e confortare, anche attraverso uno spunto sistematico, una delle tesi sostenute in dottrina – in merito al quesito concernente la necessità o meno che la predetta clausola statutaria di *drag along*, per essere valida, debba essere strutturata in modo da fissare una soglia minima del prezzo di offerta del terzo (così da rendere inoperativo il meccanismo del trascinamento laddove la proposta del terzo sia inferiore ad un *floor*, corrispondente al valore del rimborso in caso di recesso).

Sul punto, deve rilevarsi che vi è una vera e propria spaccatura di vedute tra gli interpreti, alcuni appunto ritenendo essenziale, per la validità stessa della clausola, la previsione di un *floor* – o, meglio, la predeterminazione di criteri volti ad assicurare che l'offerta del terzo accettata dal socio di maggioranza sia equamente valorizzata, tale

intendendosi una determinazione ai sensi delle norme in tema di recesso – e altri, invece, rilevando la superfluità, se non addirittura la sconvenienza e l'inefficienza, di una siffatta previsione statutaria.

Nel primo ordine di vedute, la già citata ordinanza del Tribunale di Milano del 2008 ha considerato invalida una clausola statutaria di *drag along* priva di un *floor* che, a dire del Tribunale, avrebbe dovuto coincidere con il *quantum* dovuto a titolo di liquidazione della partecipazione in caso di recesso *ex art. 2437-ter* cod. civ. (in quel caso si trattava di s.p.a.).

Il Tribunale, nella fattispecie, argomenta tale conclusione richiamando taluni principi inderogabili stabiliti dall'ordinamento (in particolare, l'ordinanza fa riferimento agli articoli 24 e 42 Cost.), in particolare affermando che “*il sistema del diritto societario sempre si preoccupa a fronte di diritti potestativi del socio o della società (esclusione, riscatto, sell-out, squeeze-out) stabiliti anche in considerazione di esigenze organizzative della società stessa, di individuare parametri rilevanti a seconda dei contesti per attribuire un valore non arbitrario all'azione*”.

L'orientamento espresso dal Tribunale di Milano aderisce di fatto a quanto espresso dal Consiglio Notarile di Milano, la cui massima n. 88, come noto, oltre a ravvisare la legittimità “[del]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”, statuisce altresì che “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” ⁽¹⁶³⁾.

Anche parte della dottrina concorda con tale impostazione, affermando che la predeterminazione di un *floor* “*ricopre il ruolo di soglia-limite, al di sotto della quale si profila il rischio espropriativo (e con esso la nullità della clausola)*” ⁽¹⁶⁴⁾.

Il principio della “equa valorizzazione” – sia nell’interpretazione suggerita dalla dottrina sia nella prassi applicativa ispirata dalla sopra menzionata massima notarile – viene sostanzialmente ricondotto al rispetto di minimi di valore che assicurino al socio trascinato un prezzo almeno pari al *fair market value* della partecipazione trasferita, coerentemente con quanto previsto dall’art. 2437-*ter* cod. civ. in caso di recesso – norma richiamata anche dall’art. 2437-*sexies* cod. civ. in tema di azioni riscattabili – e in applicazione del sopra richiamato principio secondo cui l’ordinamento

⁽¹⁶³⁾ Anche la massima I.I.25 degli orientamenti del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie in materia di atti societari aderisce a tale impostazione affermando che “*le clausole statutarie che impongono a determinati soci, ad esempio i soci di minoranza, l'obbligo di cedere ad un giusto prezzo (comunque non inferiore al valore determinato ai sensi dell'art. 2437 c.c.) le loro partecipazioni nel caso in cui gli altri soci (nell'esempio quelli di maggioranza), decidano di alienare le loro sono legittime a condizione che siano assunte con il consenso di tutti i soci*”.

⁽¹⁶⁴⁾ Così DIVIZIA, (nt. 10), 232.

tutelerebbe il socio ogni qual volta viene forzato ad uscire dall'investimento attraverso una valorizzazione *fair* della propria partecipazione ⁽¹⁶⁵⁾.

Si è già argomentato *supra* circa il fatto che il meccanismo della *drag along* non è assimilabile – né in termini di *ratio* né in termini di effetti – all'istituto del riscatto né ai limiti alla circolazione delle partecipazioni.

Pertanto, qualsiasi tentativo di richiamo sistematico a quanto sancito dall'art. 2437-*sexies* cod. civ. deve essere contrastato, in quanto scorretto, non sussistendo tra i due istituti – *drag along* e azioni riscattabili – una tale somiglianza da poter ritenere applicabile in via analogica o estensiva la disciplina prevista dall'ordinamento per tale ultimo istituto.

Per quanto, invece, attiene al secondo degli argomenti posti sul tavolo da parte della sopra citata ordinanza del Tribunale di Milano, pur ritenendolo condivisibile, si ritiene opportuno fare qualche ulteriore considerazione.

Partendo dal presupposto – corretto e coerente con l'impostazione seguita dal presente lavoro – secondo cui l'ordinamento concepisce tutta una serie di strumenti che dotano taluni soci di “*diritti potestativi* [...]”

⁽¹⁶⁵⁾ Come segnalato da STABILINI – TRAPANI, (nt. 23), 6, il par. 4.2 della Relazione al decreto legislativo per la riforma del diritto societario (che ha introdotto l'art. 2437-*sexies* cod. civ.) precisa che, nel disciplinare l'istituto delle azioni riscattabili, si è previsto di determinare il valore di riscatto secondo i criteri previsti per l'ipotesi del recesso “*al fine di tutelare il capitale sociale*”. Il richiamo è ricondotto, quindi, ad una *ratio* di tutela dei terzi, propria delle norme relative al capitale sociale. Se il riferimento alla disciplina del recesso fosse esclusivamente legato alla necessità di tutelare il capitale sociale, il problema del prezzo minimo di cessione non si porrebbe affatto nel caso del *drag along*, che prevedendo la cessione della partecipazione ad un terzo non intacca in alcun modo il capitale. La natura imperativa della norma in esame deve, dunque, essere fondata su considerazioni ulteriori a quelle contenute nella Relazione.

(*esclusione, riscatto, sell-out, squeeze-out*)“ in grado di liquidare forzosamente la quota di altri soci (v. il concetto di *exit* passivo proposto nel secondo capitolo), il Tribunale di Milano conclude, altrettanto correttamente, che, in tali ipotesi, debba essere assicurato che la perdita dello *status socii* sia quanto meno controbilanciata da una valorizzazione *fair* della partecipazione liquidata.

Il ragionamento offerto dall’ordinanza – e seguito da parte della dottrina che aderisce a tale impostazione apparentemente più garantista ⁽¹⁶⁶⁾ – è corretto nel suo proposito (offrire una tutela al socio di minoranza che subisce un disinvestimento forzato) ma non tiene conto del fatto che, in linea teorica, il prezzo offerto dal terzo per la totalità delle partecipazioni costituisce il prezzo più *fair* possibile ⁽¹⁶⁷⁾, essendo il frutto di una negoziazione posta in essere dal socio di maggioranza ⁽¹⁶⁸⁾, interessato – contrariamente a quanto accade durante l’*iter* per la determinazione delle

⁽¹⁶⁶⁾ Aderiscono all’impostazione dettata dalla citata massima notarile sopra richiamata e dall’ordinanza del Tribunale di Milano, DI BITONTO, (nt. 1), 1383, SATTA, (ns. 71), 538; SALVATI, (nt. 71), 268 e seguenti; DEL LINZ, (nt. 1), 1086; FABBRINI, (nt. 35), 1046.

⁽¹⁶⁷⁾ Secondo la dottrina aziendalistica, la valorizzazione offerta dal mercato fa parte dei cosiddetti metodi “*diretti*”, che basandosi sul “*presupposto che i prezzi espressi dal mercato, per quote di capitale della stessa azienda o di aziende similari, rappresentino una corretta stima del capitale aziendale*”, tendono a determinare il valore di una società o di una partecipazione sociale “*dalla semplice osservazione dello stesso mercato*”; così GRANDIS, *I metodi misti nella valutazione delle aziende. Un’analisi comparativa*, Torino, 1993, p. 13.

⁽¹⁶⁸⁾ Nel caso della clausola *drag along*, peraltro, la negoziazione avviata con il terzo interessato all’acquisto è fatta dal socio di maggioranza della società *target*, ossia il soggetto (presumibilmente) più informato sul reale valore della società.

partecipazioni in caso di recesso⁽¹⁶⁹⁾ – a valorizzare il più possibile il valore delle partecipazioni sociali⁽¹⁷⁰⁾.

Tale prezzo – che, a differenza del prezzo di rimborso in caso di recesso – rispecchia un “valore di scambio” della partecipazione e rappresenta un controvalore senz’altro tutelante gli interessi del socio trascinato, che permette di evitare di dover scomodare il meccanismo (complesso e incerto⁽¹⁷¹⁾) congegnato dal legislatore del 2003 in tema di calcolo del rimborso per il recesso; pertanto, imporre di ancorare la necessaria equa valorizzazione dell’*exit* a tale meccanismo costituisce un appesantimento eccessivo al funzionamento della clausola (tale da rischiare di renderla quasi inoperativa).

Ad avvalorare la circostanza per cui il valore di scambio rappresentato dall’offerta del terzo costituisce un prezzo *fair* e congruo vi è, peraltro, che è la stessa disciplina del recesso – sia per quanto riguarda le s.p.a. che per quanto riguarda le s.r.l. – ad individuare, quale elemento da

⁽¹⁶⁹⁾ Determinazione che, come noto, viene compiuta esclusivamente dagli amministratori della società che godono, nel compiere tale calcolo, di ampia discrezionalità. Sul punto, si veda VENTORUZZO, (NT. 73), 366, il quale parla di “notevoli margini di discrezionalità degli amministratori, ai quali è semplicemente richiesto di tenere conto di tre elementi [...]” e nota che l’espressione utilizzata dal legislatore (“tenere conto”) consente, ad esempio, pacificamente agli amministratori di attribuire pesi diversi ai tre elementi e anche, laddove lo ritengano opportuno, attribuire ad uno o due di essi valore pressoché nullo.

⁽¹⁷⁰⁾ La circostanza per cui, nell’ambito dell’operatività della clausola *drag along*, il socio di maggioranza e quello di minoranza si trovano, di fatto, nella stessa posizione è rappresentata anche da STABILINI – TRAPANI, (nt. 23), 17.

⁽¹⁷¹⁾ Sulle difficoltà interpretative ed applicative della disciplina prevista dall’2437-ter cod. civ. si veda anche BINI, *Il valore di liquidazione delle azioni di società non quotate ai fini di recesso*, in *Soc.*, 2014, p. 14 e seguenti.

tenere in considerazione per determinare il rimborso, proprio il valore di mercato della partecipazione ⁽¹⁷²⁾.

Si noti sul punto che una successiva sentenza del Tribunale di Milano (con il medesimo Giudice estensore dell'ordinanza sopra richiamata) afferma – in una vicenda giudiziaria compatibile con lo scenario di contrasto assembleare che si va qui analizzando – che *“il riferimento al “valore di mercato” contenuto nell’art. 2437 ter cod. civ., è volto ad assicurare che il prezzo pagato – oltre a tener conto della “consistenza patrimoniale della società” e delle sue “prospettive reddituali” sia in linea con il prezzo che presumibilmente sarebbe disponibile a pagare un compratore terzo per quella specifica partecipazione; appare dunque conforme al dettato normativo (e alla ratio dell’art. 2437 ter) che il “valore di mercato” nel caso di specie sia stato determinato tenendo conto delle peculiari caratteristiche della società, della “qualità” della partecipazione oggetto di potenziale recesso (ossia, l’essere tale partecipazione rappresentativa di una minoranza azionaria) e delle cessioni che avevano interessato in tempi recenti altre partecipazioni di minoranza”* ⁽¹⁷³⁾.

⁽¹⁷²⁾ Senza contare che il legislatore – con riguardo alle società con azioni in mercati regolamentati – utilizza il “valore di scambio” della partecipazione, come criterio in base al quale determinare il valore di liquidazione delle azioni; sul criterio previsto dall’art. 2437, III co., cod. civ., si rinvia a MAUGERI – FLEISCHER (nt. 102), 78 e seguenti, nonché MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazione di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2014, I, p. 93 e seguenti.

⁽¹⁷³⁾ Così, Tribunale di Milano, 21 luglio 2015, 8902, reperibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Ulteriormente, deve poi rammentarsi che la clausola *drag along* permette altresì al socio di minoranza di beneficiare – *pro quota* – del premio di maggioranza, in tal modo rendendo ancora più vantaggioso le condizioni di *exit* offerte al socio di minoranza⁽¹⁷⁴⁾.

Non da ultimo, non deve neppure sottacersi il fatto che in caso di scioglimento della società – i cui effetti, come abbiamo visto, sono assimilabili a quelli che si verificano in caso di operatività della *drag along* – al socio di minoranza non è garantito alcun *floor* minimo per la liquidazione della propria quota.

Non ritengo, viceversa, utilizzabile, al fine di non ritenere necessaria la previsione di un *floor* coincidente con il rimborso previsto per il recesso, l'argomento per cui il diritto di prelazione – che spesso si trova ad accompagnare la clausola *drag along* – possa valere come autonoma e sufficiente tutela del diritto del socio di minoranza a ottenere un disinvestimento *fair*⁽¹⁷⁵⁾.

⁽¹⁷⁴⁾ La dottrina, infatti, è piuttosto concorde nel ritenere esclusi, nel rimborso in casi di recesso, il calcolo di premi di maggioranza e di sconti di minoranza. Sotto tale profilo, si richiama VENTORUZZO, (nt. 73), 404 e seguenti, il quale, con riguardo alle società per azioni, ritiene il riconoscimento di premi di maggioranza e sconti di minoranza “*contrario al “sistema” del recesso*” ed in particolare alle modalità dettate dal legislatore per la liquidazione delle azioni all’art. 2437-*quater* cod. civ. Secondo CARUSO, (nt. 73), 9, nota 24, la valorizzazione dell’*exit* previsto in sede di recesso, per il socio di minoranza, si colloca in una via intermedia tra quello che avrebbe ottenuto sul mercato (comprensivo dello sconto di minoranza) e quello che ottiene il socio di controllo dalla cessione del suo pacchetto (comprensivo invece del premio di maggioranza); così anche PACIELLO, *Recesso da s.p.a., premio di maggioranza e sconto di minoranza*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2013, II, p. 365 in una unota contrastante al recente (e molto criticato) provvedimento del Tribunale di Roma, 5 marzo 2013, n. 4779, pubblicato anche in *Corr. giur.*, 2013, 1404, con nota critica di ROSSI.

⁽¹⁷⁵⁾ Così, ad esempio, DE LUCA, (nt. 1), 73.

I piani, infatti, su cui operano i due istituti – disinvestimento e prelazione – sono evidentemente opposti, l’uno (il disinvestimento) concernendo il potere (passivo) del socio di minoranza di ricevere la liquidazione del proprio investimento, l’altro (l’esercizio della prelazione) essendo relativo alla possibilità (attiva) di incrementare l’originario investimento aggiungendo nuove risorse all’impegno *ab origine* contemplato⁽¹⁷⁶⁾.

3.2 La chiave di lettura offerta dall’art. 2497-quater, lett. c), cod. civ.

Peraltro, una conferma delle conclusioni appena raggiunte è ricavabile da quanto espressamente previsto dal legislatore in caso di diritto di recesso ai sensi dell’art. 2497-*quater*, lett. c), cod. civ., laddove, come noto, si afferma che *“il socio di società soggetta ad attività di direzione e coordinamento può recedere [...] all’inizio ed alla cessazione dell’attività di direzione e coordinamento, quando non si tratta di una società con azioni quotate in mercati regolamentati e ne deriva un’alterazione delle condizioni*

⁽¹⁷⁶⁾ La previsione di un diritto di prelazione può, semmai, fungere da ostacolo all’esercizio abusivo, da parte del socio di maggioranza, del potere di trascinare il socio di minoranza mediante l’operatività della *drag along*. In un’eventuale giudizio avente ad oggetto la contestazione da parte del socio di minoranza dell’utilizzo della clausola da parte del socio di maggioranza, infatti, la circostanza per cui la proposta del terzo non sia stata oggetto dell’esercizio del diritto di prelazione da parte del socio di minoranza potrebbe costituire un indice presuntivo volto a contrastare l’eventuale censura di irrisorietà del prezzo offerto da parte del terzo. Ma nulla di più.

di rischio dell'investimento e [...]” – specifica la norma – “*non venga promossa un'offerta pubblica di acquisto*”⁽¹⁷⁷⁾.

A ben vedere – nonostante la fattispecie che si va qui considerando non verte (necessariamente) su un'ipotesi di inizio o cessazione di un'attività di direzione e coordinamento – la norma appena richiamata fornisce all'interprete una chiave di lettura, ragionevole e sistematica, sulla natura e la portata della tutela che l'ordinamento intende prestare al socio di minoranza laddove siano frustrate le sue aspettative originarie dell'investimento; più in particolare, al fine di rispondere al quesito circa la necessità di utilizzare necessariamente i criteri per la determinazione del rimborso in caso di recesso anche in casi – come quello in esame – ove si sia di fronte ad un *exit* passivo, diverso dal recesso, in cui il socio di minoranza risulti destinatario di un'offerta da parte di un terzo⁽¹⁷⁸⁾.

Come noto, uno dei principali enigmi interpretativi posti dalla norma sopra richiamata è costituito dalla contemporanea presenza, ai fini della ricorrenza dell'esenzione dal riconoscimento del diritto di recesso, della promozione di un'offerta pubblica di acquisto, da una parte, e del fatto che

⁽¹⁷⁷⁾ Si rileva che l'art. 10, lett. d), l. 366/2001 (“Delega al Governo per la riforma del diritto societario”) prevedeva, al riguardo, di “*individuare i casi nei quali riconoscere adeguate forme di tutela al socio al momento dell'ingresso e dell'uscita della società dal gruppo, ed eventualmente il diritto di recesso quando non sussistano le condizioni per l'obbligo di offerta pubblica di acquisto*”.

⁽¹⁷⁸⁾ Secondo SBISÀ, (nt. 71), 642, invece, “*tutte le volte che, per varie ragioni, deve essere liquidata la partecipazione di un socio, la legge stabilisce i criteri di determinazione del valore di liquidazione, con norme imperative, che non prevedono possibili deroghe statutarie in peius per il socio uscente*” e per cui “*l'equiparazione, agli effetti della liquidazione della partecipazione, di ogni ipotesi di scioglimento del rapporto sociale, fa ritenere inderogabile la soglia minima corrispondente al valore derivante dall'applicazione dell'art. 2437 ter c.c.*”.

la società partecipata non sia quotata, dall'altra parte, conducendo apparentemente a risultati “paradossali”⁽¹⁷⁹⁾, posto che l'istituto dell'offerta pubblica d'acquisto – o, almeno, quello contemplato ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. v), TUF – rappresenta elemento caratterizzante proprio delle società quotate e della disciplina a esse applicabili.

In dottrina, è stato affermato che *“la limitazione testuale dell'art. 2497-quater, comma 1, lett. c), c.c. è da ricondurre alla natura paradigmatica dell'offerta pubblica di acquisto come strumento attraverso il quale il trasferimento del controllo consente una tutela liquidatoria dei soci esterni”*⁽¹⁸⁰⁾.

È, dunque, lecito chiedersi (e non può che risponderci affermativamente, salvo non voler assegnare a tale esenzione una portata eccessivamente ridotta⁽¹⁸¹⁾) se l'esenzione in esame non debba essere letta in chiave sostanzialista e possa quindi essere invocata anche in quelle circostanze in cui al socio di minoranza sia data comunque la possibilità di disinvestire ad un prezzo ritenuto congruo dal mercato⁽¹⁸²⁾, soprattutto

⁽¹⁷⁹⁾ Così si esprime CARUSO, (nt. 73), 170.

⁽¹⁸⁰⁾ Così si esprime CARUSO, (nt. 73), 176.

⁽¹⁸¹⁾ CARUSO, (nt. 73), 170 afferma che l'esenzione potrebbe ricomprendere *“soltanto in ordine a società quotate su mercati extra-comunitari o a società che pur non quotate abbiano comunque i propri titoli azionari diffusi presso il pubblico”*. Dello stesso parere, anche FERRI JR – GUIZZI, *In tema di recesso ex art. 2497 quater, lett. c., c.c., Soc.*, 2014, p. 48.

⁽¹⁸²⁾ Tale conclusione è raggiunta anche da CARUSO, (nt. 73), 175 e deve essere ulteriormente avvalorata dal semplice fatto che l'art. 2497-quater cod. civ. è applicabile sia alle s.p.a. sia alle s.r.l., quest'ultime non potendo evidentemente essere annoverate tra le società le cui partecipazioni possono essere oggetto di un'offerta pubblica d'acquisto intesa ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. v), TUF.

laddove un'eventuale proposta di acquisto sia relativa a tutte le partecipazioni societarie (come nel caso della *drag along*).

Sul punto, anche la recente giurisprudenza del Tribunale di Milano, sopra richiamata, in una fattispecie dove il socio di minoranza chiedeva gli venisse riconosciuto il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2497-*quater*, lett. c), cod. civ., il Collegio – pur avendo ritenuto comunque non sussistenti i presupposti previsti dalla norma – ha precisato, in merito alla circostanza per cui vi era stata un'offerta per il disinvestimento della partecipazione, che *“l'offerta di acquisto della partecipazione, anche se privata, esclude il diritto al recesso e alla liquidazione della partecipazione ogni qual volta rappresenti una valida alternativa di disinvestimento”* ⁽¹⁸³⁾.

Ammettere, dunque che la suddetta esenzione possa applicarsi anche laddove – come in caso di *drag along* – al socio di minoranza sia data, comunque, la possibilità di disinvestire ad un prezzo che il mercato ritiene congruo significa, di fatto, riconoscere che la tutela che l'ordinamento intende apprestare al socio di minoranza – in ottica di tutela degli interessi di quest'ultimo e, in particolare, nell'ottica della determinazione del valore delle sue partecipazioni – non coincide necessariamente con il valore determinato ai sensi delle norme in tema di recesso.

⁽¹⁸³⁾ Così, Tribunale di Milano, 21 luglio 2015, 8902, reperibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Anzi, dovrebbe concludersi rilevando come, in tutti quei casi dove il mercato, attraverso un'offerta rivolta all'intera compagine societaria ⁽¹⁸⁴⁾, abbia valorizzato il controllo della società, l'ordinamento ritiene soddisfatto – anche da un punto di vista economico – il presupposto della congruità del rimborso in favore del socio di minoranza, ravvisando (forse) la maggiore rispondenza di tale valorizzazione rispetto a quella che si determinerebbe in caso di recesso ⁽¹⁸⁵⁾.

⁽¹⁸⁴⁾ Secondo BINI, *op. cit.*, p. 18, ai fini della determinazione del rimborso in caso di recesso, l'unità di valutazione di riferimento è “*rappresentata dall'azienda nel suo complesso*”. Coerentemente con tale impostazione, potrebbe, dunque, ritenersi rilevante il fatto che – così come avviene nel caso di *drag along* – l'offerta che l'ordinamento ritiene “equivalente” al recesso abbia ad oggetto il pacchetto totalitario delle partecipazioni, non solo una sua parte.

⁽¹⁸⁵⁾ A tal riguardo, potrebbe essere obiettato che, in realtà, la *ratio* dell'art. 2497-*quater* cod. civ., non è tanto quella di ritenere congruo il prezzo di rimborso determinato da un terzo che abbia proposta una offerta pubblica di acquisto o che, comunque, abbia proposto l'acquisto delle totalità delle partecipazioni anche attraverso l'operatività di una clausola di covendita azionata, quanto quella di preferire che il soggetto tenuto a corrispondere il prezzo del rimborso sia un terzo piuttosto che la società (come avviene in caso di recesso). A prescindere dalla fondatezza o meno dell'obiezione – potrebbe anche darsi che l'ordinamento, al fine di tutelare gli interessi dei terzi creditori della società, abbia inteso privilegiare una soluzione indolore per le casse della società – deve però considerarsi che lo stesso legislatore avrebbe potuto specificare meglio la natura della “*offerta pubblica di acquisto*” ponendo un *floor* determinato ai sensi dell'art. 2437-*ter* cod. civ. oppure, in caso di s.r.l., ai sensi dell'art. 2473, III co., cod. civ. Al contrario, la dottrina ritiene che, perché possa esservi l'esenzione dal riconoscimento di un diritto di recesso, sia sufficiente che l'offerta “*venga formulata ad un prezzo che rispecchia il valore di scambio della partecipazione, non essendo invece altresì necessario che esso corrisponda o comunque sia almeno pari al valore di liquidazione che il socio avrebbe avuto diritto di ottenere sulla base di criteri di valutazione previsti dall'art. 2437 ter c.p. nelle ipotesi, per così dire ordinaria, di recesso*”; così FERRI JR – GUIZZI, *In tema di recesso ex art. 2497 quater, lett. c., c.c., Soc.*, 2014, p. 48. Gli Autori precisano, sul punto, che, ai sensi del secondo comma dell'art. 2497 *quater* cod. civ. “*le disposizioni in tema di recesso dalle s.p.a. si applicano nell'ipotesi in esame solo “in quanto compatibili” – sicché costituirebbe un'evidente inversione metodologica il tentativo di ricavare dai criteri di valutazione fissati dall'art. 2437 ter c.c. la misura del prezzo che deve formare oggetto dell'offerta che rappresenta elemento ostativo al recesso, in tal modo presupponendosi ciò che deve essere oggetto di dimostrazione, ossia appunto la compatibilità della norma richiamata anche alla fattispecie in esame – l'opinione qui criticata muove, infatti, da un equivoco di fondo. Vale a dire che la proposta per poter impedire il sorgere del diritto di recesso, deve offrire un grado di tutela non inferiore a quello che sarebbe derivato dall'applicazione delle regole in materia di recesso. Al contrario, proprio il silenzio osservato sul punto dal legislatore*

Il Tribunale di Milano – nella sentenza sopra richiamata – afferma che *“l’offerta di cui parla l’art. 2497 quater lett.c), è pacifico non debba essere necessariamente (specie nel caso in cui vi sia un solo azionista) un’ “opa”, essendo invece sufficiente si tratti di un’ offerta “privata” (volontaria): (i) rivolta a tutti gli azionisti per la totalità dei loro titoli; (ii) per un prezzo equo, ossia un prezzo che non sia significativamente differente rispetto a quello determinabile in base ai criteri di cui all’art. 2437 ter c.c.”.*

D'altronde, il riconoscimento di un diritto di recesso in favore del socio di minoranza – che subisce l’inizio o la cessazione di un’attività di direzione e coordinamento ai sensi dell’art. 2497 cod. civ., tale da alterare il grado di rischio del proprio investimento – altro non è che una presa d’atto da parte dell’ordinamento di una visione del socio *as an investor*, a cui può essere negato un potere di *voice* in circostanze anche decisive ai fini del grado di rischio dell’investimento, ma a cui è riconosciuto un potere di *exit* (peraltro utilizzabile anche come *bargaining chip* nelle trattative pendenti con il socio di maggioranza).

Sotto tale profilo viene infatti affermato che la previsione del recesso nell’ipotesi di inizio e cessazione dell’attività di direzione e coordinamento accrescerebbe notevolmente la rilevanza economica del rimedio per i soci

induce a ritenere che, nella considerazione di quest’ultimo, l’”offerta pubblica di acquisto” rappresenti un mezzo alternativo rispetto al recesso, e, proprio per ciò che da esso diverso, e dunque, si direbbe per definizione, non equivalente”.

esterni, valendo infatti ad “attribuire loro un “posto” al “tavolo delle trattative” sulla cessione della partecipazione di controllo”⁽¹⁸⁶⁾.

La richiamata sentenza del Tribunale di Milano⁽¹⁸⁷⁾ ci tiene, infine, a precisare che l’equità dell’offerta proveniente dal terzo – perché possa giustificare l’esenzione dal riconoscimento del diritto di recesso – non debba essere “*significativamente differente rispetto a quello determinabile in base ai criteri di cui all’art. 2437 ter c.c.*”.

Ritengo che tale passaggio sia semplicemente frutto di un atteggiamento prudenziale da parte del Tribunale di Milano ma che, di fatto, esso non abbia alcun tipo di significato, salvo quello di assegnare al valore del rimborso in caso di recesso un possibile ruolo di metro di paragone in caso di contestazione da parte del socio di minoranza circa la congruità dell’offerta proveniente dal terzo.

Paiono invece più condivisibili le osservazioni di quella dottrina che pone l’accento sul fatto che “*proprio il silenzio osservato sul punto dal legislatore* [in merito al mancato richiamo delle norme in tema di

⁽¹⁸⁶⁾ Il testo riportato è di VENTORUZZO, (nt. 73), 314, il quale sostiene che l’ipotesi di recesso delineata costituisce “*un’ipotesi di recesso di grande rilievo applicativo*”. Tali passaggi vengono anche ripresi da CARUSO, (nt. 73), 10, in particolare v. nota 26, che riprende anche le osservazioni di GALLETTI, *Sub art. 2497 quater, in AA. VV., Il nuovo diritto delle società, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, I, p. 2405*, secondo cui “*la norma introduce, dal punto di vista economico, una sorta di Opa Preventiva, che porta i soci esterni alla trattativa ad appropriarsi di parte del valore prodotto [...] l’art. 2497-quater di fatto estende questo modello ad ogni società di capitali*”. PACIELLO, *Appunti per uno studio del recesso dal gruppo, in Scritti in onore di Vincenzo Buonocore, Milano, 2005, III, 3, p. 3309*, ove definisce tale ipotesi di recesso come “*strumento di riequilibrio delle posizioni dei soci di minoranza, poiché – sia pure in diverso modo – ne ripristina le chances di cedere le partecipazioni alle medesime condizioni offerte alla maggioranza per la cessione del controllo [...]*”.

⁽¹⁸⁷⁾ Tribunale di Milano, 21 luglio 2015, cit.

determinazione del valore delle partecipazioni in caso di recesso] *induce a ritenere che, nella considerazione di quest'ultimo, l'”offerta pubblica di acquisto” rappresenti un mezzo alternativo rispetto al recesso, e, proprio per ciò che da esso diverso, e dunque, si direbbe per definizione, non equivalente”*⁽¹⁸⁸⁾.

3.3 L'eventuale incongruità del prezzo offerto dal terzo e la tutela ex post in favore del socio di minoranza

Ciò non significa – è evidente – che il socio di maggioranza possa accettare proposte irrisorie provenienti da un terzo, senza esporsi al rischio di subire azioni giudiziarie, promuovibili dal socio di minoranza, volte ad inficiare la vendita delle partecipazioni (ad esempio, ove ricorrano i presupposti di annullamento per conflitto di interessi *ex art.* 1394 cod. civ.) ovvero ad ottenere, quanto meno, una tutela di natura risarcitoria (di natura contrattuale, derivante, *in primis*, dall'inadempimento degli obblighi di diligenza previsti in capo al socio, quale mandatario trascinante).

La soluzione proposta tende solamente a prendere atto che, nei casi di operatività (fisiologica e non abusiva) della clausola *drag along*, il diritto del socio di minoranza di realizzare un disinvestimento *fair è in primis* tutelato proprio dall'allineamento di interessi dell'intera compagine sociale e dal fatto che l'offerta proveniente dal terzo sulla totalità delle

⁽¹⁸⁸⁾ Così FERRI JR – GUIZZI, (nt. 174), 48.

partecipazioni della società deve assumersi come congruo e pienamente tutelante gli interessi del socio di minoranza trascinato.

Se, al contrario, vi fosse un disallineamento di interessi, tale da pregiudicare il diritto del socio di minoranza a ottenere un controvalore *fair*, vi sarebbe la possibilità per quest'ultimo di tutelare le proprie ragioni *ex post*, promuovendo un'azione giudiziaria volta – come detto *supra* – a rendere inefficace (nei casi più gravi) la vendita del pacchetto oppure a risarcire il danno subito a causa del prezzo *unfair* accettato dal socio di maggioranza (mandatario, è utile ricordarlo, che agisce in nome e nell'interesse anche del socio di minoranza)⁽¹⁸⁹⁾.

In ambito giudiziale, l'accertamento circa l'eventuale responsabilità del mandatario per non aver gestito diligentemente – e, quindi, in violazione dell'obbligo di cui all'art. 1710 cod. civ. in tema di mandato – la vendita delle partecipazioni, porrà a carico del socio trascinate l'assolvimento dell'onere probatorio circa l'effettivo adempimento dell'obbligo “contrattuale” insito nella clausola *drag along*.

⁽¹⁸⁹⁾ Non è questa la sede per approfondire i presupposti che potrebbero fondare un'eventuale azione volta ad ottenere una tutela reale in favore del socio trascinato, potendo comunque rilevarsi che, trattandosi di vicenda, come abbiamo detto, assimilabile ad un mandato con rappresentanza, potrebbe ritenersi applicabile la disciplina di cui all'art. 1394 cod. civ. (c.d. abuso di rappresentanza), in tema di conflitto di interessi tra rappresentante e rappresentato (sull'argomento, si rinvia a LUMINOSO, *Rappresentanza e mandato a confronto*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2012, p. 741 ss). Pertanto, qualora si dimostrasse la mala fede del terzo acquirente, potrebbe fondarsi un'azione di annullamento del contratto ai sensi e per gli effetti di tale norma richiamata. In via subordinata – ovvero in via principale laddove non si ritenga opportuno procedere per la strada sopra delineata – il socio trascinato potrebbe comunque chiedere il risarcimento del danno subito, corrispondente, in linea di massima, alla differenza tra il prezzo effettivamente pagato e quello che avrebbe potuto essere pagato qualora il socio trascinate avesse agito diligentemente (non è escluso, in tal senso, che un giudice possa ritenere applicabile una determinazione equitativa del danno ai sensi dell'art. 1225 cod. civ.).

Da questo punto di vista, la dimostrazione di un eventuale adempimento del socio trascicante potrebbe derivare, in prima battuta, dal prezzo spuntato per la vendita della totalità delle partecipazioni (così facendo assumere al giudizio connotati in parte simili all'eventuale procedimento concernente la contestazione del socio recedente in tema di determinazione del valore del rimborso proposta dagli amministratori della società).

Anzi, potrebbero risultare anche più evidenti – e, dunque, più facilmente dimostrabili – circostanze che comprovino il disallineamento di interessi tra soci, quali un'eventuale *liquidity shock* del socio di maggioranza che, per proprie esigenze di liquidità, si è visto costretto a vendere l'intero pacchetto a condizioni sfavorevoli, oppure la sussistenza di benefici collaterali provenienti dal terzo proponente, vuoi per collegamento delle società, vuoi per la negoziazione – parallela alla vendita del pacchetto di partecipazione – di incarichi professionali in favore di soggetti collegati al socio di maggioranza ⁽¹⁹⁰⁾.

A tal proposito, risulta interessante considerare che, proprio nel sopra citato caso affrontato dal Tribunale di Milano, nell'ambito del procedimento cautelare di cui si è fatto cenno all'inizio del presente paragrafo, erano sorti almeno due chiari indizi comprovanti (o, comunque, avvaloranti) una possibile connessione tra il socio di maggioranza e il terzo

⁽¹⁹⁰⁾ Per una disamina più approfondita circa le motivazioni che, in concreto, potrebbero incentivare il socio trascicante ad accettare una proposta *unfair*, si rimanda al già citato lavoro di STABILINI – TRAPANI, (nt. 23), 19 e seguenti.

proponente, interessato all'acquisto della totalità delle partecipazioni della società.

Il primo elemento era relativo all'identità del terzo offerente, una società che, dalla sua costituzione, non aveva effettuato alcuna attività prima della formulazione dell'offerta per l'acquisto del 100% del capitale della società *target*; il Presidente del consiglio di gestione dell'offerente, inoltre, era altresì direttore generale della stessa *target*, nominato dal socio di maggioranza "trascinatore".

L'offerta era, peraltro, stata formulata dall'offerente "*in proprio o per persona da nominare*". Da tutti questi elementi, il Tribunale di Milano traeva – correttamente – la conclusione che non vi fosse, nel caso di specie, alcuna garanzia della effettiva terzietà dell'offerente rispetto al socio di maggioranza.

Il secondo elemento concerneva le condizioni dell'offerta. L'offerta formulata dal terzo, infatti, conteneva alcune condizioni peculiari, tra cui l'impegno dell'acquirente a non esercitare azioni di responsabilità nei confronti di amministratori e sindaci dimissionari della *target* e delle sue controllate e a rilasciare a loro favore una dichiarazione di manleva.

A prescindere dall'effetto di queste condizioni sulla validità della *denuntiatio* ai fini della prelazione – e, cosa ancor più importante, dal possibile snaturamento di una tale proposta dalla logica della *drag along* (in quanto il prezzo offerto al socio di minoranza non tiene conto dell'ulteriore

valore, rivolto al solo socio di maggioranza, derivante dalla rinuncia all'esercizio di azioni di responsabilità) – deve altresì rilevarsi che la presenza di dette condizioni rendeva più difficile l'esercizio della prelazione da parte della minoranza, specie considerando – come nota il Tribunale – che l'offerta giungeva in un momento di conflittualità tra i soci della *target* che aveva portato la minoranza ad promuovere una denuncia *ex art.* 2409 cod. civ.

Si può aggiungere che la presenza di tali clausole, favorevoli al venditore e non all'acquirente che formulava l'offerta, gettava ulteriori dubbi sulla effettiva assenza di legami tra il terzo offerente e il socio di maggioranza.

In definitiva, si ritiene che il riconoscimento di una tutela *ex post* in favore del socio di minoranza rappresenti – al pari di quanto affermato *supra* in tema di maggior efficienza di tutela (*ex post* ovvero *ex ante*) con riguardo all'introduzione forzosa della clausola *drag along* – un contemperamento degli interessi in gioco (del socio di maggioranza, del socio di minoranza, dei terzi creditori e del mercato) sicuramente più efficiente rispetto alla soluzione suggerita dal Tribunale di Milano.

Il rischio cui il terzo proponente e il socio di maggioranza si esporrebbero in caso di perfezionamento di una vendita ad un prezzo irrisorio – stante la possibilità di smascherare il disallineamento dei valori e degli interessi in gioco e considerato l'eventuale esercizio del diritto di

prelazione da parte del socio di minoranza – potrebbe poi disincentivare gli stessi a concludere accordi che sminuiscano eccessivamente le partecipazioni oggetto della vendita.

Al contrario, qualora la clausola prevedesse un *floor* da calcolare in virtù di quanto previsto per il caso del recesso del socio, non solo si disincentiverebbe eccessivamente il terzo potenziale acquirente del formulare proposte per acquisire il controllo della società, rischiando quest'ultimo di dover attendere l'esito di un giudizio reso ai sensi dell'art. 1349 cod. civ., ma si otterrebbe anche il risultato di apprestare una tutela al socio di minoranza mediante il richiamo di un meccanismo di determinazione del valore delle partecipazioni che, come noto, può essere oggetto di interpretazioni arbitrarie, discrezionali e disallineate con il valore intrinseco della partecipazioni disinvestite.

BIBLIOGRAFIA

- ALCHIAN, *Economic forces at Work*, Liberty Fund, Indianapolis, 1977
- ANGELICI, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. Comm.*, 1996, II, 329
- ANGELICI, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag along*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011
- ANGELICI, *La società per azioni: principi e problemi*, Milano, 2012
- BALZARINI, *commento sub art. 2484*, in *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, in *Commentario Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2016
- BEARLE e MEANS, *Società per azioni e proprietà provata*, Torino, 1966
- BEBCHUK, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 *Quarterly J. Of Ec.* (1994)
- BECKER, *Die Zulässigkeit von Hinauskündigungsklauseln nach freiem Ermessen im Gesellschaftsvertrag. Zugleich eine Besprechung von Russian Roulette, Texan Shoot Out- und Drag-along Klauseln*, Peter Lang, Frankfurt am Main, 2010
- BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in *Tratt. Rescigno*, 17, Torino, 1985
- BIANCA, *Diritto civile, 3. Il contratto*, Milano, 2000

- BIENZ, WALZ, *Venture capital exit rights*, 2010, su www.ssrn.com
- BINI, *Il valore di liquidazione delle azioni di società non quotate ai fini di recesso*, in *Soc.*, 2014
- BOBBIO, *Organicismo e individualismo: un'antitesi*, in *Individuale e collettivo. Decisione e razionalità*, a cura di Petroni e Viale, Milano, 1997
- BOSSI, GIUDICI, in *La reazione del mercato borsistico italiano ad annunci relativi a patti parasociali*, su www.sa.unibo.it
- BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960
- CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, Tomo 2, Diritto delle società*, Torino, 2012
- CAPPUCCI, *Clausole di co-vendita: Tag-along, Piggy Back, Drag-Along, Bring-Along*, su www.newsmercati.it
- CARUSO, *Inizio e cessazione della direzione e coordinamento e recesso del socio*, Torino, 2012
- CAVALIERE, *Le cause di scioglimento*, in *Le operazioni straordinarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Padova, 2011
- CHEMLA, LJUNGQVIST, HABIB, *An analysis of Shareholder Agreements*, 2004, su www.ssrn.com
- CIAN, *La riforma dello Shuldrecht tedesco: un modello per il futuro diritto europeo delle obbligazioni e dei contratti?*, Padova, 2004

- COHEN, *Holdouts*, in *The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, ed. by Newman, II, Macmillan, London, 1998
- CORSI, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. Comm.*, 1996, II
- COSTI, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. Comm.*, 1996, II
- CUMMING, *Contracts and exits in venture capital finance*, in *Revue of financial studies*, 2008, su www.ssrn.com
- DACCÒ, *Diritti particolari e recesso dalla s.r.l.*, Milano, 2013
- D'ALESSANDRO, *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2010
- DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. Comm.*, 2012, II
- DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento ("drag along")*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II
- DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013
- DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2008, p. 41
- DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, in *Giur. Comm.*, 2013, I

- DE MARCHI, SANTUS, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003
- DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Soc.*, 2008
- DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2005
- DI SABATO, *Manuale delle società*, Blandini, Milano, 2011
- DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2009
- DIVIZIA, *Le clausole di Tag e drag along, nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, Ipsoa, 2013
- EISENBERG, *The Structure of Corporation Law*, 89 Colum. L. Rev. 1461 (1989)
- ENRIQUES, *A new EU business combination form to facilitate cross-border M&A: the compulsory share exchange*, 2013, su www.ssrn.com
- FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag-along*, in *Giur. Comm.*, 2009, II
- FERRI JR – GUIZZI, *In tema di recesso ex art. 2497 quater, lett. c., c.c., Soc.*, 2014
- FRAGALI, *Dei requisiti del contratto*, in *Comm. Cod. civ.*, (a cura di D'Amelio-Finzi), libro *Delle Obbligazioni*, Firenze, 1948, I

- FRÈ, *sub art. 2373*, in Frè, Sbisà, *Società per azioni*, 1, in *Comm. Scialoja, Branca*, V, *Del lavoro*, Bologna-Roma, 1997
- FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009
- GABRIELLI, *Il contratto preliminare*, Milano, 1970
- GABRIELLI, voce *Opzione*, in *Enc. Giur.*, XXI, Roma, 1990
- GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2003
- GALLETTI, *Sub art. 2497 quater*, in AA. VV., *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, III
- GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987
- GAMBINO, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. Comm.*, 1996, II
- GAZZONI *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2010
- GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II
- GRANDIS, *I metodi misti nella valutazione delle aziende. Un'analisi comparativa*, Torino, 1993
- HIRSCHMAN, *Exit, voice and loyalty: responses to decline in firms, organizations and states*. Harvard University, Press. Cambridge, MA, 1970

- JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1963
- JAEGER, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. Comm.*, 1996, II
- KAHAN, *Sales of Corporate Control*, in *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 9, No. 2 (Oct., 1993)
- LA MARCA, *Alla ricerca dell'interesse della società al suo scioglimento tra conflitto di interessi e abuso di potere*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014
- LA ROSA, *Clausole di gestione delle sopravvenienze e giudizio di vessatorietà*, in *Sopravvenienze e dinamiche di riequilibrio tra controllo e gestione del rapporto contrattuale*, a cura di Tommasini, Torino, 2003
- LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. Comm.*, 2014, I,
- LUCATO e GOITRE, *Clausole di prelazione e covendita - poteri della maggioranza assembleare e limiti al trasferimento di quote sociali*, in *Giur. It.*, 2015
- LUMINOSO, *Rappresentanza e mandato a confronto*, in *Riv. Dir. Civ.*
- LUONI, *Introduzione a maggioranza delle clausole di covendita: osservazioni sul tema*, in *Giur. It.*, 2011

- MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, nota a Trib. Milano, 31 marzo 2008, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, II
- MALIMPENSA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *Riv. dir. soc.*, 2011
- MAQUET, *Justes motifs ou motifs justes?*, in *Rev. Prat. Soc.*, 1999
- MARCHEGIANI, *L'obbligo e il diritto di acquisto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di STELLA RICHTER JR., Torino, 2011
- MARTINES, *L'abuso di minoranza nelle società di capitali*, in *Contr. e impr.*, 1997, p. 1184
- MATTHEWS, *Drag-Along and Tag-Along Rights*, su www.vcorbust.com.
- MASSA, *Introduzione di drag-along e consenso del socio forzabile*, in *Corr. Mer.*, 2011
- MAZZONI, *Lodo Arbitrale*, 29 luglio 2008, in *BBTC*, 2009, II
- MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazione di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2014, I
- MAUGERI, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in *Riv. Soc.*, 2016
- MAUGERI - FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. Soc.*, 2013

- MOLL, *Shareholder oppression in Texas close corporations: majority rule (still) isn't what it used to be*, in *Houston business and tax journal*, 2008
- MOSCARINI, *Il contratto a favore del terzo*, in *Il codice civile commentario*, Milano, 1997
- NEGRI-CLEMENTI e PERRICONE, *Modifiche statutarie e clausole di circolazione della partecipazione: una questione di quorum o di equa valorizzazione?*, in *Soc.*, 2015
- NICCOLINI, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni*, in *Tratt. Colombo, Portale*, VII, 3, Torino, 1997
- NICCOLINI, *La liquidazione volontaria delle società fra passato e presente*, in *Le liquidazioni aziendali*, Torino, 2010
- NUZZO, *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2003
- PACE, *Diritto di rinvio assembleare, conflitto di interessi e abuso della maggioranza per scioglimento volontario nelle società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, II
- PACIELLO, *Appunti per uno studio del recesso dal gruppo*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Milano, 2005, III
- PACIELLO, *Recesso da s.p.a., premio di maggioranza e sconto di minoranza*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2013, II
- PANZARINI, *Il Contratto di opzione*, Milano, 2007

- PASQUARIELLO, *sub art. 2484, Il nuovo diritto delle società*, a cura MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005
- PASSARELLI, *Socio di minoranza: padrone della propria partecipazione o socio in balia del «trascinatore»? analisi delle clausole «tag, drag e bring along»*, in *Rivista notarile*, 2013
- PEDERSOLI, *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di BONELLI e JAEGER, Milano, 1993
- PESCATORE, *La Società per azioni, La riforma del diritto societario*, a cura di BUONOCORE, Torino, 2003
- PONTI-PANELLA, *La “preferenza” nel diritto societario e successorio*, Milano, 2003
- PORTALE, *"Minoranze di blocco" e abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al "gouvernement des juges"?*, in *Europa e dir. priv.*, 1999, 153
- PRATO, *sub art. 2484, Codice commentato delle S.p.a.*, diretto da FAUCEGLIA, SCHIANO DI PEPE, Milano, 2007
- PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Tratt. Colombo, Portale, III*, Torino
- PROVERBIO, *I patti parasociali, Teoria e prassi*, Milano, 2004
- ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato IUDICA-ZATTI*, Milano, 2001

- RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza delle clausole di covendita?*, in *Giur. Comm.*, 2012, II
- RORDORF, *L'abuso Di potere della minoranza*, in *Le Società*, 1999
- ROSSANO, *La natura e la validità della clausola drag-along*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, II
- ROSSI, *Sulla valutazione delle azioni in caso di recesso*, in *Corr. giur.*, 2013
- RUBINO, *La compravendita*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 1962
- RUBINO DE RITIS, *Trasferimento di pacchetti azionari di controllo: clausole contrattuali e limiti all'autonomia privata*, in *Giur. Comm.*, 1997, I
- RUFFNER, *Die ökonomische Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, Schulthess, Zürich, 2000
- SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984
- SACCHI, *Sui gruppi nel Progetto Mirone*, in *Giur. comm.*, fasc. 3, 2000
- SALAFIA, *Squeeze out societario*, in *Soc.*, 2007
- SALVATI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni: il diritto al disinvestimento*, Milano, 2011

- SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003
- SASSO, *Corporate governance and the role of hybrid financial instruments in the UK and US*, in *Corporate Finance and Capital Markets Law Review*, 2011, su www.ssrn.com
- SATTA, *Clausola di bring along: struttura, finalità e requisiti essenziali*, in *Riv. Dir. Impr.*, 2008
- SBISÀ, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinamento (drag- along)*, in *Contratto e Impresa*, 2015
- SICCHIERO, *La distinzione tra meritevolezza e liceità del contratto atipico*, in *Contr. e impr.*, 2004
- E. SPOLIDORO, *La contrattazione delle condizioni di introduzione, nello statuto della società a responsabilità limitata, delle clausole che comportano il disinvestimento della partecipazione dei soci*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2016
- STABILINI – TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010
- TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973
- TRIMARCHI, *Invalidità delle deliberazioni di assemblea di società per azioni*, Milano, 1958

- TRIPPUTI, *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni statutarie per la violazione di tale divieto*, in *Giur. Comm.*, 2010, II
- VAIRA, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, in *Comm. Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti*, III, Bologna, 2004
- VENTORUZZO, *I criteri di determinazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. Soc.*, 2005
- VENTORUZZO, *Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform proposals*, 2010, p. 60, su www.ssrn.com,
- VENTORUZZO, *Commento all'art. 122 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58* a cura di MARCHETTI-BIANCHI, Milano, 1999
- VIDIRI, *Sulla forma (libera) del negozio di trasferimento di quote di società a responsabilità limitata*, in *Giust. civ.*, 1999
- VISINTINI, *Del contratto per persona da nominare. Artt. 1401-1405*, in *Comm. Cod. civ.*, a cura di SCIALOJA-BRANCA, Bologna-Roma, 1993
- WEIGMANN, *La liquidazione delle società davanti al giudice del lavoro*, Milano, 1985
- WEIGMANN, *Clausola statutaria di co-vendita*, in *Giur. it.*, 2009

- WILLIAMSON, *Le istituzioni economiche del capitalismo*, Milano, 1985