

# *Università degli studi del Molise*



**FACOLTA' DI GIURISPRUDENZA**

*Dipartimento di Scienze Giuridico-Sociali e dell'Amministrazione*

**DOTTORATO DI RICERCA**

**XXIII CICLO**

*Settore disciplinare: IUS 01*

***“L'OBBLIGAZIONE E IL RAPPORTO GIURIDICO  
E LA LORO TUTELA PROCESSUALE”***

**Tesi finale**

**“OBBLIGO DI COVENDITA”**

**COORDINATORE:**

**Chiar.mo Prof. Giovanni Di Giandomenico**

**TUTOR/RELATORE:**

**Chiar.mo Prof. Antonio Palmieri**

**Candidato:**

**Dott. Manuel Ferrante**

**ANNO ACCADEMICO 2009 - 2010**

## INDICE

**Introduzione.....7**

### CAPITOLO I

#### IL FENOMENO DELLA COVENDITA

**Considerazioni introduttive.....9**

**1. Nozioni e tipologie di clausole (rinvio).....10**

**2. Funzione delle clausole (rinvio).....16**

**a) La clausola di *tag along* (rinvio).....17**

**b) La clausola di *drag along* (rinvio).....19**

**3. Covendita e limiti alla circolazione delle partecipazioni.....22**

**i) Statuto (rinvio).....26**

**ii) Patti parasociali.....27**

**4. La riforma del 2003 e le clausole limitative della circolazione delle**

<b><u>partecipazioni.....</u></b>	<b><u>34</u></b>
<b><u>4.1. La Prelazione societaria.....</u></b>	<b><u>37</u></b>
<b><u>4.2. Le clausole di gradimento.....</u></b>	<b><u>45</u></b>
<b><u>5. Le clausole di covendita: tag along, drag along e bring along.....</u></b>	<b><u>48</u></b>
<b><u>5.1. Clausola di tag along.....</u></b>	<b><u>49</u></b>
<b><u>5.1.1 Esempio di clausola di tag along.....</u></b>	<b><u>50</u></b>
<b><u>5.1.2. Natura giuridica, struttura e coercibilità della clausola di tag along.....</u></b>	<b><u>53</u></b>
<b><u>5.2. Clausola di drag along.....</u></b>	<b><u>60</u></b>
<b><u>5.2.1. Natura giuridica.....</u></b>	<b><u>61</u></b>
<b><u>    i) Patto di opzione a favore di terzo.....</u></b>	<b><u>61</u></b>
<b><u>    ii) Le altre proposte ricostruttive.....</u></b>	<b><u>68</u></b>
<b><u>5.2.2. Funzione.....</u></b>	<b><u>73</u></b>

**5.2.3. Esempio di clausola di *drag along*.....76**

**5.2.4. Le differenze tra le clausole di *drag along* e *tag along*.....79**

**5.2.5. La decisione del Tribunale di Milano (ordinanza del 1.4.2008)  
sulla validità della clausola di *drag along*.....80**

**5.3. *Bring along*.....87**

## **CAPITOLO II**

### **LE CLAUSOLE DI COVENDITA E LE SOCIETA' CHIUSE: INVESTIMENTI SPECIFICI E CONDOTTE OPPORTUNISTICHE DEI SOCI**

**Introduzione.....89**

**1. Ambito di applicazione delle clausole.....91**

**2. La covendita legata al fenomeno dell'opportunismo.....95**

**3. I conflitti che le clausole di covendita tendono a risolvere.....97**

**4. Descrizione delle clausole.....104**

<b><u>4.1 La clausola di accompagnamento o di <i>tag along</i>.....</u></b>	<b>105</b>
a) La struttura.....	107
b) Il funzionamento.....	115
c) Attribuzione del diritto.....	117
<b><u>4.2 La clausola di trascinamento o di <i>drag along</i>.....</u></b>	<b>119</b>
a) La struttura.....	122
b) Funzionamento.....	125
c) Attribuzione del diritto.....	126

### **CAPITOLO III**

## **LE FONDAMENTALI CARATTERISTICHE DEGLI ACCORDI DI COVENDITA: OPPORTUNISMO, AUTOTUTELA ED ESECUTIVITA'.**

<b>Introduzione.....</b>	<b>128</b>
<b><u>1. Le clausole di covendita come strumenti anti-opportunismo....</u></b>	<b>128</b>
a) La strategia espropriatrice.....	134
b) La strategia estorsiva.....	137
<b><u>2. Strumenti di autotutela e relativa autoesecutività.....</u></b>	<b>140</b>
a) L'autotutela.....	142
b) La relativa autoesecutività.....	145

**3. Il carattere parasociale (rinvio).....149**

**3.1 Modo di impiego dei patti di *tag along* e di *drag along*...150**

**3.2. Clausole statutarie o parasociali?.....150**

**a) Inadeguatezza della protezione.....155**

**b) Eliminazione della protezione.....157**

**BIBLIOGRAFIA**

## **Introduzione**

Il presente lavoro si pone come proposito l'analisi del fenomeno giuridico della covendita che ha fatto ingresso nella prassi negoziale italiana attraverso il recepimento di taluni strumenti contrattuali nati ed affinati negli ordinamenti di Common Law.

L'attenzione verrà portata principalmente sulle cd. clausole di *tag-along* (letteralmente “attaccare insieme”) e di *drag-along* (letteralmente “trascinare insieme”), attraverso le quali viene convenzionalmente disciplinata la covendita o vendita congiunta.

Anticipando i contenuti dell'indagine, può precisarsi fin d'ora che alla clausola di *tag along* corrisponde “il diritto di covendere”, mentre alla clausola di *drag along* corrisponde “l'obbligo di covendere”.

La scelta del tema trova certamente ragione nella diffusione di questo tipo di clausole - registratasi nell'ultimo decennio - nella disciplina di rapporti societari (ed, infatti, è proprio nell'alveo degli statuti e dei patti parasociali delle società di capitali che le clausole di covendita hanno trovato, finora, sede privilegiata se non esclusiva); ma anche nella loro potenziale idoneità a regolamentare qualsiasi trasferimento congiunto di beni o diritti.

Tuttavia, le clausole oggetto dell'indagine – in attesa di una definitiva tipizzazione sociale ad opera degli operatori economici e dell'auspicabile intervento del legislatore nazionale – propongono agli interpreti interrogativi in merito alla loro natura giuridica, alla loro validità ed alla loro efficacia.

Inoltre, e sotto altro profilo, l'analisi di queste nuove figure

giuridiche di origine anglosassone appare quanto mai opportuna al fine di adattare ai principi generali del nostro ordinamento e di evitare il rischio di compiere una banale ed assolutamente acritica importazione.



## CAPITOLO I

### IL FENOMENO DELLA COVENDITA

#### **Considerazioni introduttive.**

Sebbene le clausole di covendita abbiano trovato accoglienza pressoché esclusiva all'interno degli statuti delle società di capitali, nonché nei patti parasociali ed extrasociali, va preliminarmente precisato che lo scopo della presente indagine non attiene alla risoluzione di questioni di diritto societario "puro" (vale a dire quelle relative alla regolamentazione della vita della società ed al connesso rapporto tra questa ed i soci), ma allo studio della covendita quale fenomeno più ampio e complesso in cui più soggetti, titolari di beni o diritti reciprocamente collegati, decidano di coordinare le loro alienazioni.

In effetti, non vi è dubbio che il trasferimento congiunto di beni o diritti nei confronti di un terzo realizzi un'operazione economicamente più conveniente per tutti i soggetti coinvolti: da un lato gli alienanti potranno ottenere un prezzo maggiore rispetto a quello ricavabile dalla vendita separata dei singoli beni; dall'altro, il terzo soddisferà più agevolmente il proprio interesse, evitando di dover procedere ad una molteplicità di acquisti separati.

Si pensi all'ipotesi della comproprietà di un bene: ciascun titolare è consapevole che la possibilità di offrire a terzi la piena proprietà di un bene, rispetto alla singola quota, è in grado di garantire più vantaggiose condizioni non solo dal punto di vista meramente economico, ma anche

in relazione alla facilità di circolazione della quota di compoprietà.

Allo stesso modo, come si vedrà in seguito, la decisione di co-vendere potrebbe scaturire dalla complementarietà economica<sup>1</sup> dei beni appartenenti agli alienanti, i quali, pur non essendo tra loro legati da un rapporto giuridicamente rilevante (come nel caso della comunione), riterranno la vendita congiunta più idonea - e conveniente - per il raggiungimento dei rispettivi interessi<sup>2</sup>.

Compiuta questa premessa, l'attenzione deve necessariamente concentrarsi sulla vendita congiunta di partecipazioni sociali: ipotesi su cui è stato costruito il fenomeno della covendita nei sistemi giuridici di Common Law.

Si tenterà, dunque, di esaminare le cd. clausole di covendita di pacchetti azionari e di quote di s.r.l., e la loro idoneità ad apprestare tutela agli interessi giuridici (e non) dei soci, nell'ambito degli statuti societari ed i patti parasociali.

### **1. Nozioni e tipologie di clausole (rinvio).**

Il termine covendita deriva dalla traduzione della locuzione inglese *co-sale rights* (o *go along options*), che sta ad indicare una serie di

---

<sup>1</sup> Tale complementarietà, si badi bene, potrebbe realizzarsi con caratteri differenti: si veda *infra*, par. 1.

<sup>2</sup> In merito, si considerino le osservazioni svolte da D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (Tag Along e Drag Along)*, in *Riv. Dir. Civ.* n°4/2010, 374 ss. L'Autore, nell'evidenziare i possibili casi in cui ricorrere alla vendita congiunta, individua l'alienazione di uno stabilimento industriale e della contigua area scoperta, utile ai fini dell'attività esercitata nello stabilimento medesimo, beni appartenenti a differenti proprietari, così come la vendita di un edificio unitamente ad un fondo confinante, destinato a rendere più ameno il godimento dell'edificio.

pattuizioni che stabiliscono diritti ed obblighi in capo ai soci di società di capitali nel caso di cessione della partecipazione sociale a terzi.

Pertanto, come già affermato nell'introduzione, con il termine covendita non ci si riferisce ad un istituto unitariamente inteso, con un'unica struttura e funzione, ma ad un insieme di figure accomunate dalla caratteristica di regolamentare (anche) il trasferimento di azioni o quote societarie, consentendo al soggetto beneficiario di realizzare una vendita congiunta.

Partendo da questo presupposto e consapevoli della assoluta genericità dell'affermazione, va altresì evidenziato come sia ormai prassi ampiamente diffusa, nei contratti di acquisizione di partecipazioni sociali e nelle relative pattuizioni tra i soci imprenditori e investitori, nonché all'interno degli statuti delle società, l'inserimento di clausole che prevedono un diritto di covendita ovvero un obbligo di covendita, volte a disciplinare in maniera puntuale i meccanismi che governano le procedure di vendita di partecipazioni o comunque che regolamentano l'ingresso di nuovi soci di maggioranza nell'assetto proprietario di una società solitamente a compagine sociale ristretta.

Prendendo in prestito la distinzione compiuta dai giuristi anglosassoni, recepita tuttavia dalle pochissime pronunce rese dai giudici italiani, dobbiamo trattare delle clausole di *tag along* e *drag along*.

Per poter chiarire la distinzione tra questi due tipi di clausole, le quali, oltre che per struttura (obbligo – diritto di covendita), si differenziano sostanzialmente per le finalità che perseguono, è

necessario ritornare alle osservazioni formulate in precedenza, in merito al fenomeno della covendita quale trasferimento di beni complementari appartenenti a soggetti diversi.

Precisamente, da un lato, i beni oggetto della vendita congiunta potrebbero accrescere la propria utilità in maniera simmetrica e reciproca: vale a dire che ciascun bene avrà maggior valore (ed utilità) se utilizzato unitamente all'altro, con conseguente diminuzione di valore se goduto autonomamente; dall'altro - ed è il caso che interessa - potrebbe esservi un bene principale, idoneo a conferire vantaggi al proprio titolare indipendentemente dalla correlazione con il bene secondario (si pensi allo stabilimento industriale di cui alla nota n°2) ed un bene accessorio – secondario – le cui utilità potrebbero essere ritratte solo se goduto unitamente al bene principale (si pensi all'area contigua allo stabilimento). Ne discende che il proprietario della cosa principale – stabilimento – avrà interesse a vendere congiuntamente l'area contigua, vincolandone il titolare - e, quindi, obbligandolo a covendere-, al solo scopo di ottenere un prezzo più elevato, ovvero per facilitare l'operazione, promettendo al terzo l'acquisto anche di un bene strumentale, pur sapendo di essere in grado di trasferire, senza eccessivi ostacoli, il solo stabilimento, che è il vero obiettivo del terzo.

Di contro, il proprietario del bene secondario, consapevole della difficoltà di disporre autonomamente, nonché dell'impossibilità di costringere l'altra parte a seguirlo nelle iniziative di trasferimento del bene stesso, avrà interesse ad obbligare il proprietario del bene principale – con conseguente nascita di un diritto di covendita - a

vendere solo nel caso in cui abbia procurato un'offerta di vendita anche per il bene secondario.

Proiettata in ambito societario, questa differenza di funzione incide anche dal punto di vista terminologico, nelle clausole di *tag along* e di *drag along*.

La clausola di *tag along* (“diritto di seguire da vicino” o “clausola di accordamento”) è il diritto di covendita, ossia il diritto accordato ai soci di minoranza di cedere la propria partecipazione contestualmente alla vendita del pacchetto azionario da parte del socio di maggioranza, in modo che l'acquirente acquisti anche la partecipazione dei soci di minoranza.

Precisamente, con la suddetta clausola viene riconosciuto ad alcuni soci, generalmente in possesso di partecipazioni minoritarie, il diritto di trasferire tutte le proprie azioni o parte di esse, in misura proporzionalmente corrispondente a quella offerta in vendita dal socio (normalmente) di maggioranza, alle medesime condizioni da quest'ultimo pattuite con il terzo acquirente<sup>3</sup>

La clausola di *drag along* (letteralmente “diritto di trascinare” o “clausola di trascinamento”), al contrario, consente al socio alienante (a favore del quale è concesso il relativo diritto) di obbligare gli altri soci a cedere la propria partecipazione in occasione della vendita delle azioni al

---

<sup>3</sup> Normalmente, si prevede che il diritto di covendita possa essere esercitato in alternativa a quello di prelazione: se la prelazione non viene azionata, il socio di maggioranza sarà tenuto a far sì che il terzo acquirente acquisti, allo stesso prezzo *pro quota*, anche le partecipazioni dei soci che abbiano esercitato il diritto di covendita. Così FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. Comm.*, 5/2009, estr. 1.

terzo acquirente.

È evidente come anche in questo caso siamo di fronte ad un diritto di covendita, potendo il socio (solitamente di maggioranza) trascinare con sé nella vendita un altro socio, sebbene l'ipotesi *de qua* venga solitamente guardata dalla prospettiva opposta e, naturalmente, simmetrica, che è quella dell'obbligo: obbligo di covendita, in quanto il socio, di fronte all'esercizio del diritto di trascinamento ad opera dell'alienante, è tenuto ad una determinata prestazione nei confronti di quest'ultimo, prestazione avente ad oggetto il trasferimento delle proprie partecipazioni, in ossequio alla previsione contenuta nella clausola.

Tanto considerato, tentiamo di dare un esempio di utilizzo di queste clausole.

Assumiamo che Tizio e Caio abbiano costituito una società per azioni, in cui ciascuno possiede rispettivamente il 70 ed il 30 percento delle partecipazioni sociali. Un terzo soggetto, Sempronio, rivolge a Tizio un'offerta di acquisto per l'intera partecipazione da questo posseduta. Anche Caio, però, sarebbe interessato a vendere la propria quota (minoritaria), ma Sempronio dichiara di voler acquisire soltanto la quota di maggioranza, perseguendo l'obiettivo di divenire proprietario soltanto di una partecipazione rilevante, sufficiente ad assicurargli in controllo e la gestione della società.

Ciò posto, supponiamo anche che il terzo acquirente, Sempronio, decida di voler acquistare non una partecipazione, bensì la totalità delle quote o delle azioni partecipazioni della società costituita tra Tizio e Caio: cosa accadrebbe se Caio si rifiutasse di vendere la propria quota?

Più precisamente, quali azioni Tizio e Caio potrebbero compiere e quali rimedi potrebbero esperire al fine di proteggere i propri interessi nelle ipotesi prospettate?

Generalmente, la vita della società ed i rapporti tra i soci vengono regolati attraverso due strumenti: lo statuto e i patti parasociali.

Il socio di minoranza potrebbe aver preventivamente tutelato i propri interessi, attraverso l'inserimento nello statuto (o in un patto parasociale) di una clausola di *tag along*, che gli attribuisca il diritto di covendere.

La clausola di *tag along*, infatti, attribuisce a Caio, socio di minoranza, il diritto di “entrare a far parte della vendita” della partecipazione di proprietà di un altro socio, nell'ipotesi in cui quest'ultimo decida di trasferire un determinato numero di azioni (normalmente superiore al 50 per cento, ma anche la sua intera partecipazione) ad un terzo acquirente. In altre parole, il socio di maggioranza avrebbe la possibilità di alienare la propria partecipazione, solo a condizione che anche al socio di minoranza sia data la possibilità di alienare congiuntamente la propria.

In concreto, la previsione di un diritto di “seguito” costringe il terzo acquirente, eventualmente intenzionato ad acquistare soltanto la partecipazione di maggioranza, ad acquistare anche la quota del socio di minoranza, alle stesse condizioni ed allo stesso prezzo offerto a Tizio.

Orbene, con riferimento alla situazione prospettata all'inizio, anche Tizio potrebbe aver predisposto, nello statuto o in altri patti accessori, uno strumento volto alla salvaguardia della propria sfera giuridica,

come, ad esempio, una clausola di *drag along*. Con il *drag along*, quale diritto di trascinamento, il socio di maggioranza si assicura uno strumento utile e vantaggioso. Infatti, qualora Tizio ritenesse più conveniente vendere ad un terzo non solo la propria partecipazione maggioritaria, ma la totalità delle azioni (comprendendosi così anche le partecipazioni del socio di minoranza, il quale potrebbe anche non essere intenzionato a vendere), avrebbe il diritto di vendere, *rectius* co-vendere, in uno alla sua partecipazione maggioritaria, anche la quota di proprietà del socio di minoranza Caio.

In altri termini, se un soggetto terzo (Sempronio) formula un'offerta di acquisto del 100% delle partecipazioni sociali e Tizio accetta, quest'ultimo – invocando la clausola di *drag along* - potrebbe costringere Caio ad alienare la partecipazione dal medesimo detenuta, allo stesso prezzo stabilito per la quota di maggioranza<sup>4</sup>.

## **2. Funzione delle clausole (rinvio).**

Deviando dall'ambito prettamente giuridico, ma al fine di rendere più comprensibile il significato della ricerca, è necessario sottolineare i

---

<sup>4</sup> Considerato ciò in generale, sembrerebbe risultare che la clausola di *tag along* sia prevista per la tutela del socio di minoranza, mentre quella di *drag along* per salvaguardare il socio di maggioranza. In realtà, come ricorre anche nella prassi anglosassone, il diritto di *drag along* può essere previsto anche a favore del socio di minoranza, qualora il potere di imporre il trascinamento all'interno di una più ampia operazione di vendita fosse attribuito a quest'ultimo: tale ipotesi, come ci accingeremo a delineare meglio in seguito, è conosciuta come *bring along*, sebbene vada evidenziato come vi siano autori che ritengano di non operare questa distinzione, facendo rientrare nell'unica categoria del *drag along* sia il diritto di trascinamento posto a tutela del socio di maggioranza, sia quello posto a tutela del socio minoritario.



motivi per i quali le clausole in esame stanno acquisendo una notevole rilevanza all'interno delle regole che disciplinano la vita della società.

È evidente come la diffusione di queste clausole stia al passo non solo con la complessità delle organizzazioni societarie, ma anche con i nuovi assetti del mercato, e ciò si evince proprio dall'analisi degli statuti e dei patti parasociali contenenti queste strumenti, che, generalmente, sono costruiti e strutturati per far fronte alle innumerevoli evenienze che potrebbero verificarsi nel corso della vita della società: tra tutte, la regolamentazione dell'uscita dalla società (attraverso vari strumenti di disinvestimento) e la risoluzione di eventuali conflitti nascenti tra i soci.

**c) La clausola di *tag along* (rinvio).**

La clausola di *tag along*, prevedendo il diritto del socio di minoranza di accodarsi alla cessione compiuta dal socio maggioritario, è obbiettivamente finalizzata a far sì che il primo non resti legato alla società, una volta che il socio maggioritario abbia trasferito la propria partecipazione, ed allo stesso tempo riesca ad ottenere un prezzo maggiormente remunerativo dalla vendita delle proprie azioni<sup>5</sup>.

Basti pensare al valore di mercato di una partecipazione di maggioranza o di controllo, che consenta al suo titolare l'esercizio di una gestione societaria senza interferenze esterne e con rilevanti poteri decisori, rispetto a quello di una partecipazione minoritaria, non necessariamente soggiogata alla maggioranza, ma comunque incapace di

---

<sup>5</sup> La *ratio* della clausola consiste nel soddisfacimento dell'interesse di un socio a non rimanere in società, nel caso in cui ne esca un particolare socio di riferimento, come ad esempio il socio di maggioranza.

incidere sostanzialmente sulla direzione e sulla gestione.

È ovvio che, se in virtù di una simile pattuizione, il socio che intende trasferire la propria quota potrà farlo solo qualora il terzo si impegni ad acquistare anche le residue quote di minoranza, non soltanto il socio di minoranza non resterà intrappolato in una società che, da un momento all'altro, potrebbe modificare il proprio assetto (con l'ingresso del nuovo socio maggioritario), ma riuscirà ad ottenere un sicuro vantaggio economico<sup>6</sup>.

La clausola di *tag along* è funzionale proprio ad evitare il rischio che la partecipazione sociale minoritaria resti congelata e praticamente priva di valore significativo, generando, al contrario, un incremento del valore economico della stessa: venendo ad essere ceduta allo stesso prezzo (proporzionalmente corrispondente a quello) stabilito per la quota di maggioranza, il socio di minoranza potrà conseguire un prezzo migliore rispetto a quello che avrebbe potuto ottenere con una contrattazione diretta e solitaria. A maggior ragione, il socio di minoranza potrà trarre diretto ed immediato vantaggio dalla forza contrattuale di cui gode il socio di maggioranza, nell'ipotesi in cui quest'ultimo riesca a ottenere dall'acquirente un corrispettivo più elevato in ragione del cd. premio di maggioranza.

Un simile risultato si realizza proprio in ragione delle modalità operative della clausola di *tag along*, che, da una parte, obbliga

---

<sup>6</sup> In forza di tale premessa ed alla luce delle pattuizioni esaminate nel corso della ricerca, siffatta tipologia di clausola è assai diffusa nelle *holding*, laddove coesistono soci con un peso decisionale diverso, la cui partecipazione potrebbe pertanto risultare irrilevante per il controllo della società.

(naturalmente) il socio di maggioranza a trasferire al terzo anche la quota minoritaria e dall'altra gli consente di contrattare sulla cessione di una intera società, garantendo così all'acquirente di entrare a far parte di una organizzazione priva di soci di minoranza potenzialmente scomodi.

d) **La clausola di *drag along* (rinvio).**

Più complesso e oggettivamente più ampio è l'ambito di applicazione della clausola di *drag along*<sup>7</sup>.

La clausola di trascinamento tutela (generalmente) i soci di maggioranza e prevede che il socio venditore abbia il diritto di alienare, insieme alla propria partecipazione, anche le azioni del socio di minoranza, il quale otterrà le medesime condizioni contrattuali ed il medesimo prezzo pro quota riservati al socio venditore.

Quanto all'ambito di applicazione, le clausole di *drag along* vengono solitamente inserite all'interno degli statuti o dei patti parasociali ogniqualvolta la compagine societaria sia costituita da soci con caratteristiche diverse (solitamente un imprenditore ed un socio finanziatore). Negli ultimi decenni, in verità, accade sempre più spesso che, al fine di migliorare la produttività di un'impresa già esistente o di crearne una nuova, avente di solito come obiettivo quello di sviluppare nuove tecnologie o sperimentare nuovi prodotti, il socio imprenditore, cioè colui che sia in possesso di tutte le competenze tecniche idonee allo

---

<sup>7</sup> La clausola è volta ad agevolare il socio di maggioranza che intenda vendere la propria partecipazione, in quanto, se a questa si aggiungono le azioni degli altri soci, verrà a formarsi un pacchetto azionario più appetibile per i terzi che desiderino acquistare il controllo della società.

sviluppo di una determinata produzione, ricorra al sostegno di soggetti terzi, come banche d'affari o fondi di investimento, per poter ottenere capitali liquidi e finanziare la propria attività produttiva.

A fronte della necessità degli imprenditori di reperire contributi atti a consentire lo svolgimento dei processi di produzione, i cd. partner finanziari decidono di contribuire allo sviluppo dell'impresa e di finanziarla, così trasformando l'acquisto della partecipazione societaria da strumento volto al controllo, o comunque alla gestione dell'impresa, a vera e propria forma di investimento a breve o medio termine. Alla luce di questo fenomeno, balza immediatamente agli occhi quale sia la finalità perseguita dai soci finanziatori: acquistare e detenere un pacchetto azionario per poter ottenere una elevata remunerazione del capitale investito (eventualmente raccolto presso investitori privati, come nel caso dei fondi di *private equity*).

Dunque, essendo questo l'obiettivo specifico perseguito dagli investitori, nella prassi contrattuale sono stati predisposti una serie di strumenti che consentissero di realizzare, in un primo tempo, una operazione di investimento, acquisendo quote societarie, e successivamente di compiere l'operazione contraria, ossia quella di dismettere le quote, disinvestendo il capitale in un termine prestabilito, senza il timore di rimanere imbrigliati in una società alle cui sorti si era legati solo per ragioni speculative.

In tale contesto si giustifica la elaborazione ed il conseguente utilizzo della clausola di *drag along* che risponde perfettamente allo scopo del partner finanziario – che abbia acquistato una partecipazione

al fine di rivenderla - di realizzare un congruo rientro dell'investimento di capitale, traendo profitto dal differenziale di prezzo generato dall'operazione finanziaria e dalla conseguente valorizzazione della società partecipata.

La clausola di *drag along*, dunque, è solitamente inserita nell'ambito delle operazioni c.d. di *venture capital* effettuate da investitori istituzionali, grandi aziende o privati, attraverso l'apporto di capitale di rischio ad imprese generalmente medie-piccole<sup>8</sup>.

Al *venture capitalist* viene - normalmente - attribuita una partecipazione di minoranza della società, unitamente a significativi poteri di controllo sulla gestione dell'impresa, ma il fine ultimo perseguito dall'investitore è ovviamente quello speculativo e consiste nella rivendita della partecipazione di minoranza a terzi (cc.dd. partner industriali), interessati alla gestione della società, una volta che la stessa abbia superato la delicata fase dello *start up*, ovvero sia stata riqualificata e rilanciata sul mercato<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> La letteratura economica distingue, in relazione all'attività tipica del *venture capital*, due tipi di finanziamento diversi in relazione alla fase di sviluppo dell'impresa finanziata, mettendo in evidenza le diverse caratteristiche, i differenti strumenti e rischi che l'attività assume. In particolare, si distingue tra: i) finanziamento dell'avvio dell'impresa (c.d. *early stage financing*); e ii) supporto allo sviluppo. Il finanziamento viene realizzato attraverso l'acquisto di una partecipazione azionaria, in molti casi effettuato da un fondo chiuso, al cui capitale partecipano intermediari finanziari, investitori privati e fondi pensione. Il contratto tra il *venture capitalist* e l'impresa prevede normalmente lo *staging*: i fondi necessari per realizzare il progetto imprenditoriale vengono erogati in fasi successive, a condizione che determinati obiettivi reddituali e di crescita siano stati raggiunti.

<sup>9</sup> Il *venture capitalist* al momento dell'investimento iniziale negozia l'inserimento nello statuto della società di alcune clausole atte a garantire: a) da un lato, un influsso nella *governance* societaria per tutto il periodo di permanenza (ad es., con l'attribuzione di azioni con diritti amministrativi particolari, quali la nomina

Diversa è la prospettiva del partner industriale, il quale predilige l'acquisto di rilevanti pacchetti azionari al fine di gestire la società e di dettare stabilmente le linee della *governance*: in quest'ottica - speculare a quella del partner finanziario - la partecipazione oggetto di acquisizione è tanto più allettante quanto essa è in grado di garantire in seno all'assemblea un peso consistente (e, dunque, la possibilità di decidere della composizione dell'organo amministrativo). È quindi evidente l'interesse del partner industriale di acquisire una partecipazione tale da eliminare, o minimizzare, i potenziali condizionamenti negativi derivanti dall'azione dei soci di minoranza<sup>10</sup>.

### **3. Covendita e limiti alla circolazione delle partecipazioni.**

Considerato che gli obblighi di co-vendita determinano una notevole restrizione della libertà negoziale dei soci, imponendo agli stessi peculiari vincoli nel trasferimento delle partecipazioni detenute<sup>11</sup>, dottrina e giurisprudenza ritengono applicabile anche a tali obblighi la disciplina in materia di limiti alla circolazione<sup>12</sup> delle azioni<sup>13</sup>.

---

di membri del Consiglio di Amministrazione); b) dall'altro, forme di remunerazione privilegiata (quali dividendi in misura maggiorata e diritti negli aumenti di capitale successivi); c) infine, modalità di uscita dalla compagine societaria trasparenti e vantaggiose, mirate alla massimizzazione dell'investimento finanziario fatto a medio termine: questa finalità è perseguita proprio dalle clausole *tag-along* e *drag along* in commento, le quali saranno strutturate di volta in volta a seconda della richiesta avanzata dal *venture capitalist*.

<sup>10</sup> Il partner industriale, tuttavia, beneficia degli effetti della clausola *drag along* solo in via indiretta, essendo nella sua ottica preferibile una clausola *bring along*, di seguito in commento.

<sup>11</sup> DI BITONTO, *Clausola statutaria di drag along: chi era costei?*, in *Le Società*, 11/2008, 1380.

<sup>12</sup> Il suddetto vincolo giuridico può essere classificato come vero e proprio

Ed, infatti, gli statuti sociali o i patti parasociali collocano la disciplina della covendita accanto alle clausole di prelazione, alle clausole di gradimento ed alle opzioni di acquisto e di vendita (*put and call options*), che sono le più comuni clausole destinate alla regolamentazione della circolazione delle partecipazioni societarie.

Mediante tali clausole i soci possono controllare l'ingresso nella società da parte di nuovi azionisti: o impedendo il trasferimento delle partecipazioni, o acquistando - con preferenza rispetto ai terzi - le azioni che uno dei componenti della compagine sociale fosse intenzionato a

---

limite alla circolazione delle partecipazioni ex art. 2355bis, dato che menoma la libertà di disporre delle azioni del socio vincolato. Così VENTORUZZO, *Commento all'art. 122 dlgs. 58/98*, in MARCHETTI – BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza dlgs. 24b febbraio 1998*, n.58. *Commentario*, Milano, 1999, 863, nt.101. In questa prospettiva, la clausola di *drag along* è stata definita come vera e propria clausola di vendita forzata. BERNARDI, *Gli aspetti legali*, in GERVASONI-SATTIN (a cura di), *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, 2008.

Ad ogni modo, con riferimento ai problemi specifici concernenti la circolazione e la legittimazione dei titoli azionari si vedano in particolare: DALMARTELLO, *La società di fronte alla circolazione delle proprie azioni*, in *Riv. Soc.*, 1966, 785; GATTI, *L'iscrizione del libro dei soci*, Milano, 1969.

<sup>13</sup> Si tratterà in particolar modo del concetto di azione, atteso che la tipologia di organizzazione societaria in cui maggiormente si è riscontrata la presenza di clausole di covendita è la società per azioni, la cui disciplina sui limiti alla circolazione delle partecipazioni è simile a quella propria delle società a responsabilità limitata, sebbene con alcune sostanziali differenze. Sul tema delle azioni è indispensabile citare, senza pretese di completezza, i contributi più significativi: FERRI, *Le società*, in *Tratt. Vassalli*, X, 3, III ed. Torino, 1987; FRÈ, *Società per azioni*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1982; RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, Milano, 1982; SANTINI, *Società a responsabilità limitata*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1984; GALGANO, *Diritto Commerciale*, II, *Le società*, Bologna, 1986; ID., *La società per azioni*, in *Tratt. Dir. Comm. Galgano*, VII, Padova, 1988; COTTINO, *Società per azioni*, in *Nss. D.I.*, XVII, Torino, 1970, 570.

vendere<sup>14</sup>.

Occorre, dunque, bisogna portare l'attenzione sulla disciplina normativa che regola le eventuali limitazioni alla circolazione delle azioni.

Sebbene l'azione sia di regola liberamente trasferibile<sup>15</sup>, la naturale trasferibilità della quota di partecipazione al capitale della società, può essere talvolta esclusa ovvero soggetta ad alcune limitazioni, sia di natura legale, che convenzionale<sup>16</sup>.

Oltre che a cagione di limiti legali<sup>17</sup> la circolazione delle

---

<sup>14</sup> PONTI – PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, Milano, 2006, 152. Di tutti questi aspetti si tratterà approfonditamente nei prossimi paragrafi. Va però subito evidenziato che accanto a questi strumenti si è recentemente dato ingresso nell'ordinamento ad altre tipologie di clausole, che consentono ai soci di ottenere un diritto a vendere la propria partecipazione a parità di condizioni, ma in circostanze in cui, ad esempio, non si posseggano capitali sufficienti per esercitare una prelazione o non sia possibile porre il veto all'ingresso di nuovi soci, ovvero perché vogliano attuarsi condotte espropriatrici: si tratta proprio delle clausole di covendita.

<sup>15</sup> CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, 2009, 199.

<sup>16</sup> Questa introduzione risulta indispensabile anche ai fini della distinzione tra limiti statutarî e parasociali, atteso che sul tema verranno svolti, in seguito, approfondimenti ed osservazioni di assoluto rilievo.

<sup>17</sup> I limiti legali alla circolazione delle azioni possono così esemplificarsi:

a) non possono essere alienate le azioni liberate con conferimenti diversi dal danaro, prima che sia stato effettuato il controllo della valutazione (art. 2343 c. 3 cod. civ.);

b) non sono alienabili, senza il consenso degli amministratori, le azioni connesse a prestazioni accessorie (art. 2345, c. 2 cod. civ.);

c) sono intrasferibili senza il consiglio di amministrazione le azioni delle società fiduciarie e di revisione (art. 3, c.2, L.1966/1939);

d) non possono essere emesse azioni prima dell'iscrizione della società nel registro delle imprese, né esse, salvo l'offerta pubblica di sottoscrizione ai sensi dell'art. 2333, possono costituire oggetto di un offerta pubblica di prodotti finanziari (art. 2331, modif. dal Dlgs. 51/07);

e) ulteriori limiti alla circolazione delle azioni sono previsti quando il trasferimento riguardi partecipazioni rilevanti e di controllo.



partecipazioni può essere limitata in via convenzionale, attraverso specifiche previsioni statutarie, ovvero mediante patti parasociali<sup>18</sup>.

Pertanto, appare giustificata ed opportuna la distinzione tra limiti statutari e limiti derivanti da patti parasociali<sup>19</sup>, quali accordi non consacrati nell'atto costitutivo<sup>20</sup>.

Ciò premesso, considerato che le clausole di covendita, prima della riforma delle società - avvenuta nel 2003 -, erano generalmente

---

<sup>18</sup> Per un inquadramento generale della figura v. OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942; SANTONI G., *Patti parasociali*, Napoli, 1985; FARENGA, *Patti parasociali*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, XI, Torino, 1995; RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO E PORTALE, III, Torino, 1994; FAUCEGLIA, *Patti parasociali*, in *Enc. Dir.*, V, Milano, 2001, 810.

<sup>19</sup> Nell'ambito degli accordi finalizzati a regolamentare la circolazione delle partecipazioni sociali rientrano i cd. sindacati di blocco, annoverabili nella più ampia categoria dei patti parasociali. Essi hanno lo scopo di evitare l'ingresso in società di terzi non graditi, ossia tendono a mantenere sostanzialmente immutata la composizione della compagine societaria. I patti sono convenuti tra i soci successivamente alla costituzione dell'ente non solo per impedire la circolazione delle azioni, ma anche per limitarla. Tali intese sono assoggettate ai limiti di durata ed agli specifici obblighi di informazione previsti dai sindacati di voto, che spesso li accompagnano, ed hanno forza vincolante solo tra le parti contraenti. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, 2009, 242.

In questo senso, i sindacati di blocco hanno efficacia meramente obbligatoria e, come vedremo successivamente, la loro violazione non è opponibile alla società: pertanto, l'inosservanza dell'accordo non determina l'invalidità del trasferimento, ma fa sorgere, esclusivamente, l'obbligo a carico dell'inadempiente di risarcire i danni eventualmente arrecati agli altri soci partecipanti al sindacato.

Infine, come tutti i patti parasociali, a seguito della riforma - di cui si tratterà in seguito - la loro legittimità è connessa alla loro durata: infatti, il divieto di alienazione "non è valido se non è contenuto entro convenienti limiti di tempo e se non risponde ad un apprezzabile interesse di una delle parti". (art. 1379 cod. civ.)

Sulla nozione di sindacato di blocco e sul rapporto tra questi e le clausole di prelazione, gradimento e covendita, si vedano, tra gli altri: PICCIAU, *Sub. Artt. 2341-bis e 2341-ter*, in *Comm. Marchetti*, Milano, 2007, 344; SBISÀ, *La disciplina dei patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Nuova giur.civ. comm.*, 2004, 486; DONATIVI, *Commento all'art.2341-bis*, in *Società di capitali. Commentario a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres*, I, Napoli, 2004, 167 ss.;

<sup>20</sup> CAMPOBASSO, *Op. ult. cit.*, 242.

incorporate negli accordi parasociali tra i soci e che, post riforma, esse sono state inserite con sempre maggiore frequenza negli statuti sociali di s.p.a. e s.r.l., va posta l'attenzione anche sulle diverse conseguenze di una loro collocazione in statuto o in un patto parasociale, anche alla luce della cd. "migrazione dal parasociale al sociale", quale effetto della nuova disciplina dei patti parasociali introdotta dalla riforma<sup>21</sup>.

### **i) Statuto (rinvio).**

I limiti alla circolazione delle azioni inseriti nello statuto sono dotati di un'efficacia diversa rispetto ai limiti risultanti da patti parasociali<sup>22</sup>, poiché i primi concorrono a definire l'assetto organizzativo della società<sup>23</sup>, e, dunque, dispiegano la loro efficacia non soltanto tra le parti, ma anche verso la società ed i terzi.

I limiti statutari, dunque, sono opponibili ai terzi acquirenti di partecipazioni sociali; sono muniti di efficacia reale; ed impongono all'organo amministrativo di rifiutare l'iscrizione nel libro dei soci all'acquirente che abbia conseguito la partecipazione in violazione delle regole sociali.

In via più radicale, può affermarsi che il trasferimento delle azioni, avvenuto senza rispettare i limiti statutari è da considerare inefficace non

---

<sup>21</sup> FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. Comm.*, 5/2009, estr. 1.

<sup>22</sup> In generale sul tema dell'efficacia v. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2003, 212.

<sup>23</sup> MELI, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*, Napoli, 1991.

soltanto nei confronti della società ma anche *inter partes*<sup>24</sup>.

Un simile effetto, dopotutto, è strettamente collegato alla natura giuridica delle azioni, che rappresentano la partecipazione del socio al capitale della società e sono attribuite allo stesso in quanto parte del rapporto sociale. E poiché la partecipazione sociale è costituita dal complesso dei diritti e dei doveri dettati dalla legge e dal contratto di società, ne discende che se quest'ultimo contempla delle limitazioni alla circolazione azionaria, tali limitazioni devono considerarsi parte integrante dello *status* di socio<sup>25</sup>.

Ad ogni modo, per un approfondimento sul tema delle clausole statutarie limitative della circolazione delle partecipazioni e della loro efficacia, si rinvia ai paragrafi successivi<sup>26</sup>.

## **ii) Patti parasociali.**

Dopo diversi tentativi, tutti falliti, di regolamentare in sede codicistica la materia dei patti parasociali, la riforma del diritto

---

<sup>24</sup> Vedi i riferimenti contenuti in BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 305.

<sup>25</sup> Quella appena descritta è l'opinione prevalente in dottrina: “*Sebbene la legge parli di ‘particolari condizioni’ per il trasferimento delle azioni nominative, [...] l’espressione deve essere riferita non al trasferimento della proprietà dei titoli, ma all’assunzione della legittimazione da parte dell’acquirente: le azioni possono essere validamente alienate con effetto fra le parti, anche a favore di persone che non rivestano le condizioni richieste dall’atto costitutivo, o alle quali la società abbia negato il gradimento. Il mancato rispetto delle ‘particolari condizioni’ di cui all’articolo 2355 bis, vale solo ad impedire che l’acquirente delle azioni ottenga l’iscrizione nel libro dei soci e, quindi, la legittimazione ad esercitare i diritti sociali (o ad impedire che il giratario dei titoli sia ammesso ad esercitare i diritti di socio)*” (GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2001, 125).

<sup>26</sup> V., *infra*, §4.

societario (D. Lgs. 17 gennaio 2003, n°6 – *Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative*-) ha introdotto la prima disciplina normativa dei patti in esame.

In precedenza, la Legge delega<sup>27</sup> aveva al riguardo fissato, all'art.4 c.7, lett. c), due principi cardine per il legislatore delegato: il principio del limite quinquennale di efficacia dei patti parasociali; nonché, relativamente alle sole s.p.a. che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio, il principio della trasparenza, da attuare attraverso forme adeguate di pubblicità<sup>28</sup>.

In ossequio alla delega, il legislatore della riforma ha dedicato due distinti articoli ai patti parasociali: l'art. 2341 bis (sulla durata) e l'art. 2341 ter (sulla pubblicità dei medesimi)<sup>29</sup>.

Grazie a questo intervento normativo di novellazione, la disciplina dei contratti parasociali ha fatto il suo ingresso all'interno del codice civile; ma non sono state superate le annose dispute interpretative,

---

<sup>27</sup> Legge 3 ottobre 2001, n°366.

<sup>28</sup> Principio sostanzialmente rimasto inattuato.

<sup>29</sup> Sul tema v.: ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società. Società di capitali e cooperative*, Bologna, 2003; BLANDINI, sub.artt. 2341bis e 2341 ter, in *Cod. Fauceglia – Schiano di Pepe*, I, Torino, 2006, 87 ss.; CHIONNA, *La pubblicità dei patti parasociali*, Milano, 2008; DONATIVI, Sub. Artt. 2341 bis e 2341 ter, in *Comm. Nicolini – Stagno D'Alcontres*, I, Napoli, 2004, 155 ss.; FIORIO, Sub. Artt.2341 bis e 2341 ter, in *Comm. Cottino*, I, Bologna, 2004, 132 ss.; FOIS, *I patti parasociali*, in *Diritto societario: dai progetti alla riforma*, Atti del convegno, Courmayeur, 27-28 settembre 2002, 2 ss.; GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Tratt. Galgano*, Padova, 2003, 86; LENER, *Appunti sui patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. Privato*, 2004, 45 ss.; SBISA', Sub. Artt. 2341.bis e 2341-ter, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologan-Roma, V, 2006, 198 ss.; Id., *La disciplina dei patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Nuova giur. comm.*, 2004, II, 481 ss.; SEMINO, *I patti parasociali nella riforma delle società di capitali: prime considerazioni*, in *Soc.*, 2003, 350; TUCCI, *I patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005.

dottrinali e giurisprudenziali, su profili problematici ulteriori e diversi rispetto a quelli presi in esame dal legislatore speciale<sup>30</sup>.

A questo punto, giova soffermarsi sul dettato dell'art. 2341bis, che recita:

*“I patti, in qualunque forma stipulati, che al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società:*

*a) hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano;*

*b) pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano;*

*c) hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società, non possono avere durata superiore a cinque anni e si intendono stipulati per questa durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore; i patti sono rinnovabili alla scadenza.*

*Qualora il patto non preveda un termine di durata, ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di centottanta giorni. Le disposizioni di questo articolo non si applicano ai patti strumentali ad accordi di collaborazione nella produzione o nello scambio di beni o servizi e relativi a società interamente possedute dai partecipanti all'accordo”.*

Esaminando tale disposizione è importante osservare, come si evince dal primo comma dell'articolo, che il limite temporale di

---

<sup>30</sup> MEOLI - SICA, *I patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.*, n. 5/2003; SANTOSUOSSO, *La nuova disciplina dei patti parasociali*, in *Diritto & Giustizia*, 6/2003.

efficacia non trovi applicazione generale con riguardo ad qualsiasi tipo di patto parasociale.

La prima fattispecie considerata dalla norma riguarda l'ampio *genus* delle convenzioni di voto, ossia quella particolare tipologia di accordi parasociali aventi ad oggetto la regolamentazione dell'esercizio del diritto di voto: *genus* che si articola, come noto, nelle due *species* delle convenzioni di voto in senso stretto e dei c.d. sindacati di voto.

Tuttavia, la tipologia di patti che a noi interessa per l'esame delle clausole oggetto di indagine è quella prevista dall'art. 2341bis, c.1, lett. b), cod. civ., che riguarda l'ampia categoria dei c.d. sindacati di blocco<sup>31</sup>.

Si tratta di quei contratti parasociali tesi a limitare, in vario modo, la libera circolazione delle partecipazioni sociali, con l'espressa finalità di impedire (o controllare) i mutamenti nella composizione della compagine sociale (come l'entrata nella società di terzi non graditi o l'alterazione dei rapporti di forza già in essere tra gli stessi contraenti), ovvero anche di far rispettare le convenzioni di voto stipulate tra gli stessi soci sindacati (cui spesso, nella prassi, il patto di blocco si accompagna)<sup>32</sup>.

Ai sindacati di blocco possono ricondursi una ampia serie di strumenti, che possono, peraltro, combinarsi tra loro, nonché alcuni

---

<sup>31</sup> SEMINO, *I patti parasociali nella riforma delle società di capitali: prime considerazioni*, in *Le Società*, n. 2 bis/2003, p. 346 ss; FONTANA, *I patti parasociali*, in BORTOLUZZI (a cura di), *La riforma della società. Aspetti applicativi*, Torino, 2004, 704.

<sup>32</sup> Contrariamente alle convenzioni ed ai sindacati di voto, i contratti in esame non costituiscono di per sé contratti associativi, bensì contratti di scambio, generalmente plurilaterali. FARENGA, *I contratti parasociali*, Milano, 1987, p. 67 ss.

strumenti che è possibile preveder e disciplinare anche in sede statutaria: tra questi vanno pacificamente annoverati, *in primis*, i patti di inalienabilità (con cui i paciscenti si obbligano a non trasferire le partecipazioni oggetto del patto), nonché gli accordi in materia di prelazione e di gradimento<sup>33</sup>.

Al medesimo ambito possono essere ricondotte altre ipotesi, quali quelle dei contratti parasociali che pongono limiti al possesso azionario, nonché quello degli accordi che obbligano i contraenti alla cessione delle proprie partecipazioni a determinate condizioni.

Quindi, concretano un sindacato di blocco anche i patti di c.d. covendita, ossia i patti che, come abbiamo già visto e vedremo in prosieguo, nella loro struttura “classica”, “*impongono al paciscente (di regola socio di maggioranza) che intenda alienare la propria partecipazione di procurare contestualmente, a beneficio degli altri contraenti, un’offerta di acquisto delle partecipazioni di questi ultimi da parte del terzo acquirente, (generalmente) alle medesime condizioni*”<sup>34</sup> - c.d. opzione tag along – ovvero che consentono al paciscente (in ipotesi socio di maggioranza), che si accinge a vendere la propria partecipazione, di imporre agli altri parasoci di aderire alla medesima offerta di acquisto – cd. opzione drag-along – “<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Con cui i titolari delle partecipazioni aderenti al patto generalmente si obbligano a cedere le proprie partecipazioni solo dopo aver ricevuto il *placet*, ancorato a criteri oggettivi predeterminati o anche meramente soggettivo, degli altri contraenti.

<sup>34</sup> Tra i tanti, ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società – società di capitali e cooperative*, Bologna, 2003; SBISÀ, *La disciplina dei patti parasociali nel nuovo diritto societario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, 486.

<sup>35</sup> EREDE, *I sindacati di blocco*, Relazione presentata al Convegno su *I patti*

Nell'ipotesi di covendita, infatti, sussiste l'evidente limitazione al libero trasferimento della partecipazione degli altri parasoci<sup>36</sup>.

Compiuta una tale premessa, va analizzato l'aspetto dell'efficacia dei patti parasociali e dei limiti in essi previsti.

Essendo i patti parasociali degli accordi tra soci (ma, anche, tra soci e terzi) caratterizzati da un collegamento con il contratto di società di natura esclusivamente funzionale, ad essi non potrà essere riconosciuta che una efficacia meramente obbligatoria, circoscritta ai soli soggetti stipulanti; essi si dovranno, pertanto, considerare siccome irrilevanti per la società e per i terzi.

Con il vincolo parasociale gli aderenti regolano l'esercizio dei diritti sociali, vincolandosi ad adottare condotte concordate nella gestione dei poteri e delle facoltà inerenti la partecipazione sociale.

Diversamente da quanto si verifica in relazione alle disposizioni

---

*parasociali*, 12 novembre 2002, Paradigma, Milano.

<sup>36</sup> Contrariamente a quanto sinora affermato, in dottrina ci si è interrogati se i patti di co-vendita pongano effettivamente limiti al trasferimento delle azioni e se ciò sia finalizzato alla stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della società, come richiesto dall'art. 2341 bis cod. civ..

D'ALESSANDRO (*Patti di "co-vendita" (Tag Along e Drag Along)*, in *Riv. Dir. Civ.* n°4/2010, 390 ss.) sostiene che non tutti i patti di covendita comportino sempre un limite al trasferimento delle azioni, a causa della diversa conformazione che essi assumono, potendo o precludere in assoluto la vendita (ovvero ad impedirla fino a quando l'altra parte non decida, a sua volta, di vendere), oppure vincolando l'altro contraente a vendere nel solo caso in cui non abbia già disposto della cosa nel frattempo. Solo nel primo caso, secondo l'autore, si rientrerebbe nell'ipotesi tipica prevista all'art. 2341 bis cod. civ. o, più precisamente, nel divieto posto ex art. 1379 c.c, osservando, tuttavia, che le clausole di covendita non sarebbero assoggettate all'art. 2341 bis cod. civ., in quanto, pur costituendo limitazioni alla circolazione delle partecipazioni, non sarebbero finalizzate a stabilizzare gli assetti proprietari o il governo societario, bensì alla disciplina ed al coordinamento dell'uscita dei soci ed al conseguente subentro di una nuova proprietà.



statutarie, le previsioni contenute nei patti parasociali non sono munite di efficacia reale: il trasferimento di azioni posto in essere in violazione degli impegni assunti con l'accordo configura un mero inadempimento di una obbligazione contrattuale<sup>37</sup>. Ne consegue che il negozio di alienazione conserverà la propria validità e la propria efficacia; mentre dalla violazione del patto parasociale discenderà soltanto l'obbligo, a carico del socio inadempiente, di risarcire il danno arrecato agli altri soci.

Da quanto detto si inferisce che la società, a fronte della violazione di un patto parasociale, non può rifiutare l'iscrizione nel libro soci a chi, in base alla legge e allo statuto, sia legittimato ad ottenerla: infatti, l'obbligo della società di provvedere all'iscrizione dell'acquirente nel libro soci si realizza unicamente al ricorrere dei presupposti legali e statutari, essendo irrilevante, nei rapporti tra acquirente e società, l'esistenza di pattuizioni esterne (para o extra sociali) che dispongano

---

<sup>37</sup> Sulla natura giuridica dei patti parasociali, si veda, *ex multis*, Cass. Civ. n° 5963/08, sebbene avente ad oggetto un'ipotesi di sindacato di voto: “*i patti di sindacato, come quello per cui è causa, sono accordi atipici volti a disciplinare unicamente i rapporti interni tra gli azionisti ad essi aderenti. Con la conseguenza che il vincolo, che ne deriva, opera su di un terreno esterno a quello dell'organizzazione sociale (dal che, appunto, il loro carattere "parasociale" e, conseguentemente, l'esclusione della relativa invalidità "ipso facto"), sicché non è legittimamente predicabile, al riguardo, né la circostanza che al socio stipulante sia impedito di determinarsi autonomamente all'esercizio del voto in assemblea, né quella che il patto stesso ponga in discussione il corretto funzionamento dell'organo assembleare (operando il vincolo obbligatorio così assunto non dissimilmente da qualsiasi altro possibile motivo soggettivo che spinga un socio a determinarsi al voto assembleare in un certo modo), poichè al socio non è in alcun modo appunto, impedito di optare per il non rispetto del patto di sindacato ogni qualvolta l'interesse ad un certo esito della votazione assembleare prevalga sul rischio di dover rispondere del suo inadempimento.*”

diversamente, in virtù del principio della relatività degli effetti del contratto, di cui all'articolo 1372 cod. civ.<sup>38</sup>.

#### **4. La riforma del 2003 e le clausole limitative della circolazione delle partecipazioni.**

La normativa sui limiti alla circolazione delle azioni è stata in gran parte riformata con il richiamato intervento legislativo del 2003.

Precisamente, l'introduzione dell'art. 2355bis ha inciso su alcune importanti questioni sorte in precedenza, quali la necessità di ampliare l'autonomia statutaria e, al contempo, tutelare i soci ed i terzi<sup>39</sup>.

Per quanto attiene al profilo dell'autonomia statutaria, il legislatore ha riconosciuto la facoltà di introdurre nello statuto un divieto di trasferimento delle azioni, seppur temporalmente limitato<sup>40</sup>; riguardo agli strumenti di tutela dei soci, per evitare una significativa lesione dell'interesse all'agevole disinvestimento, la norma ha previsto specifici correttivi, quali il diritto di recesso, l'obbligo di acquisto e le modalità

---

<sup>38</sup> Sul tema v., in particolare, FAUCEGLIA, *Patti parasociali*, 2001, 810; OPPO, *Le convezioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, I, 517.

<sup>39</sup> Art. 2355 bis, c. 2: *“Le clausole dello statuto che subordinano il trasferimento delle azioni al mero gradimento di organi sociali o di altri soci sono inefficaci se non prevedono, a carico della società o degli altri soci, un obbligo di acquisto oppure il diritto di recesso dell'alienante; resta ferma l'applicazione dell'articolo 2357. Il corrispettivo dell'acquisto o rispettivamente la quota di liquidazione sono determinati secondo le modalità e nella misura previste dall'articolo 2437-ter”*.

<sup>40</sup> In precedenza si poteva riscontare qualche segnale di apertura verso le clausole contenenti divieti temporanei di alienazione da parte della giurisprudenza di merito: cfr. App. Napoli, 9 giugno 1998, in *Notariato*, 1999; Trib. Torino, 8 maggio 1996, in *Giur. it.*, 1997, 24.

per la determinazione del corrispettivo o della quota di liquidazione<sup>41</sup>.

Per completezza va ricordato che, prima della Riforma del 2003, ai limiti statuari alla circolazione era dedicato l'articolo 2355 cod. civ., caratterizzato da estrema sinteticità. In presenza di una disposizione così sommaria, l'autonomia statutaria aveva rivestito un importante ruolo e gli interpreti avevano elaborato vari tipi di clausole a seconda delle esigenze di volta in volta considerate, ricorrendo spesso, tra le tante, alle classiche clausole di prelazione e di gradimento<sup>42</sup>.

Sempre nella vigenza della vecchia disciplina, gli interpreti, quasi unanimemente, avevano ritenuto che l'autonomia statutaria non potesse giungere a limitare la circolazione delle partecipazioni fino al punto di escluderla del tutto: il divieto di alienazione, infatti, si poneva in contrasto con i principi inderogabili della materia e quelli fondamentali dell'ordinamento.

Ma il legislatore del 2003, ampliando l'autonomia statutaria, ha consentito che nello statuto, da un lato, potesse vietarsi il trasferimento delle azioni per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto è introdotto; dall'altro (ribadendo la previgente disposizione) che la circolazione delle

---

<sup>41</sup> L'ultimo comma, infine, per garantire l'affidamento dei potenziali soci, ossia di quanti si accingano a rendersi acquirenti delle azioni, impone l'annotazione del limite alla circolazione sul titolo azionario.

<sup>42</sup> Per una ricognizione delle varietà di clausole presenti nella prassi cfr. ZUDDAS, MENICUCCI, PALMA, *Ancora sui limiti al trasferimento delle azioni nella pratica statutaria*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 896; RUSCONI, *Clausole di gradimento e clausole di prelazione nella recente prassi societaria*, in *Riv. soc.*, 1958, 145; ZAMPERETTI, *Le clausole di gradimento nella recente prassi statutaria*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 915.

azioni potesse essere sottoposta “a particolari condizioni”<sup>43</sup>.

Benchè tra le “condizioni” di più largo impiego si riscontrano il gradimento e la prelazione, va evidenziato che il nuovo articolo 2355 bis cod. civ. non fa alcun riferimento a quest’ultima, nonostante la prelazione societaria sia stata sempre ritenuta valida, come è confermato anche dall’impianto normativo fornito dalla riforma.

Per quanto attiene alle clausole di mero gradimento, la nuova disposizione ha dettato, a differenza della normativa ante-riforma, una specifica disciplina che ne riconosce la validità, seppur subordinata a determinati correttivi.

---

<sup>43</sup> Essendo la materia societaria dotata di una disciplina “speciale”, è necessario confrontare le norme che pongono divieti o limiti alla circolazione in questo ambito con il principio generale posto dall’art. 1379 cod. civ. sul divieto di alienazione. Autorevole dottrina (D’ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (Tag Along e Drag Along)*, in *Riv. Dir. Civ.* n°4/2010, 404 - 408) richiede che, per la loro struttura e natura, le clausole di tag along debbano confrontarsi con le disposizioni di cui agli art. 2355bis e 2469 cod. civ., in merito ai patti che, nelle s.p.a. e s.r.l., vietano o sottopongono a particolari condizioni il trasferimento delle azioni o delle quote. Rinviano alle argomentazioni rese nel contributo citato, va evidenziato che le clausole di tag along possono essere legittimamente inserite all’interno di statuti di s.p.a., purché non eccedano la durata quinquennale; di contro, nel caso di s.r.l., tali clausole potranno rivestire durata illimitata, “*salvo stabilire se, in tal caso, i soci siano legittimati, trascorso un biennio, a recedere dalla società*”. Ad ogni modo, in virtù dell’orientamento giurisprudenziale consolidatosi in materia, dovrebbe pervenirsi alle seguenti conclusioni: “*per quanto riguarda le società per azioni, si dovrebbero anzitutto ammettere (...) clausole di co-vendita comunque formulate, di durata non superiore al quinquennio. Quelle di durata superiore, se davvero giudicate, anche in ragione della loro specifica formulazione, tanto ostantive della libertà di circolazione delle azioni quanto lo sono le clausole di gradimento “mero” (e cioè equipollenti ad un vero e proprio divieto di trasferire), sarebbero ammissibili purché accompagnate da misure di bilanciamento analoghe a quelle che la legge oggi prescrive per queste ultime*”. Analogamente, per le società a responsabilità limitata, le clausole di covendita, se e quando considerabili equipollenti a clausole di gradimento mero, potrebbero avere legittimo ingresso, salvo trovare anche qui le corrispondenti misure di bilanciamento, ossia il diritto di recesso (art. 2469 cod. civ.)”.

#### **4.1. La Prelazione societaria.**

Per clausola di prelazione si intende quella clausola, generalmente collocata in seno allo statuto sociale, ma spesso ricorrente anche negli accordi parasociali, che impone al socio, laddove intenda cedere la propria partecipazione, di offrirla preventivamente agli altri soci e di contrarre con questi in preferenza ai terzi, nella misura in cui gli siano state riconosciute le medesime condizioni negoziate con il terzo<sup>44</sup>.

In forza di tale assunto, la proposta di acquisto rivolta ai soci beneficiari del patto di prelazione dovrà specificare il prezzo offerto dal terzo acquirente, oltre a tutte le modalità rilevanti del contratto che dovrà concludersi con lo stesso<sup>45</sup>.

Detta clausola, inserita nel contratto sociale per volontà delle parti, non ha un preciso e specifico fondamento normativo, ma è riconducibile alla generale facoltà concessa ai soci di limitare la trasferibilità delle

---

<sup>44</sup> Queste clausole riproducono contenuto e finalità del normale patto di prelazione, prevedendo che il socio, il quale intenda alienare in tutto o in parte le sue azioni, debba offrirle agli altri soci e, solo se costoro non intendano esercitare il diritto, è libero di cederle a terzi.

Sull'istituto della prelazione si vedano, senza pretesa di completezza, i contributi di: MESSINEO, *Il contratto in genere*, I, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1968; SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, artt. 1321-1352, Bologna-Roma, 1970; BIANCA, *La vendita e la permuta*, in *Tratt. Vassalli*, Torino, 1972; PEREGO, *I vincoli preliminari e il contratto*, Milano, 1974; Id. *Il patto di prelazione e l'art.2932 codice civile*, in *Giur. It.*, 1976, I, 1, 1207; BONILINI, *La prelazione volontaria*, Milano, 1984, VETTORI, *Efficacia ed opponibilità del patto di preferenza*, Milano, 1988; VERZONI, *Ancora sulla natura del patto di prelazione*, in *Giur. It.*, 1987, I, 1, 1455.

<sup>45</sup> CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2009, 240 ss.; MELI, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*, Napoli, 1991, 123 ss., Cass. 12.3.81 n°1407, Cass. 15.11.93 n°11278, in *Società*.

partecipazioni sociali<sup>46</sup>.

Prima della riforma del diritto societario e prima, quindi, dell'introduzione del nuovo art. 2355 bis cod. civ.<sup>47</sup> (che sostanzialmente sostituisce il precedente art. 2355 cod. civ.) era pacifico che nelle società per azioni (contrariamente che nelle s.r.l.) fosse ammissibile solo la limitazione alla circolazione delle azioni e non anche la totale esclusione<sup>48</sup>, per cui autorevole dottrina desumeva che la norma in questione consentiva, per le sole azioni nominative, che l'alienazione di esse fosse limitata, ma non totalmente esclusa (in tal modo, sarebbe stata nulla una clausola statutaria che avesse previsto un divieto di alienazione<sup>49</sup>).

In merito all'istituto della prelazione societaria si riscontrano opinioni divergenti e distanti letture, sia sotto il profilo della struttura che della sua natura giuridica.

Secondo alcuni questa figura potrebbe essere riconducibile ad un

---

<sup>46</sup> Recita l'art. 2355-bis - Limiti alla circolazione delle azioni. *“Nel caso di azioni nominative ed in quello di mancata emissione dei titoli azionari, lo statuto può sottoporre a particolari condizioni il loro trasferimento e può, per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto viene introdotto, vietarne il trasferimento”*.

<sup>47</sup> L'art. 2355 bis cod. civ., confermando la validità (peraltro mai contestata in passato) delle clausole di prelazione, non introduce alcun elemento di novità riguardo alle stesse, almeno per quanto concerne i trasferimenti inter vivos (per quelli mortis causa, invece, il legislatore della riforma ha imposto, per ogni ipotesi di clausola limitativa del trasferimento, l'osservanza della disciplina che l'art. 2355bis detta con riguardo alle clausole di gradimento – di cui tratteremo in seguito-).

<sup>48</sup> Testo previgente dell'art. 2355 cod. civ.: *“Le azioni possono essere nominative o al portatore, a scelta dell'azionista, se l'atto costitutivo non stabilisce che devono essere nominative. Le azioni non possono essere al portatore, finché non siano interamente liberate. L'atto costitutivo può sottoporre a particolari condizioni l'alienazione delle azioni nominative”*.

<sup>49</sup> DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1999, 424 ss.

contratto preliminare unilaterale o, meglio ancora, ad un preliminare unilaterale sottoposto a condizione potestativa<sup>50</sup>: un accordo mediante il quale le parti converrebbero l'impegno futuro a stipulare un contratto, condizionato sospensivamente alla decisione del promittente di concluderlo.

A questa interpretazione si oppone una diversa lettura, *in primis* della stessa Corte di Cassazione<sup>51</sup> e, in secondo luogo, della dottrina<sup>52</sup>, secondo cui il patto di prelazione ed il contratto preliminare non presentano, sotto un profilo funzionale, aspetti comuni: con il primo si mira ad ottenere uno strumento capace di scoraggiare la conclusione di un dato contratto con soggetti diversi dal prelazionario; con il secondo si mira a vincolare un soggetto alla stipulazione di un futuro contratto, del quale si devono determinare, sin dal momento della stipulazione del preliminare, gli elementi costitutivi.

Il patto di prelazione, quindi, non importerebbe obblighi di contrarre, bensì solo obblighi di preferire (e quindi, al più, di non contrarre se non con il prelazionario, fermo il requisito della parità di condizioni).

Accanto alle discussioni sulla natura del patto di prelazione, autorevoli studiosi si sono soffermati, con esiti più proficui, sulla struttura del rapporto da esso derivante: ci si è domandati se da esso

---

<sup>50</sup> Cfr. Cass. n° 4116/86, in Vita Not., 1986. Per ciò che attiene alle opinioni della dottrina, si considerino i contributi di MATTURRI (nota a Trib. Bologna in Soc.,1994, 1220) e FRANCHI-BATTISTA (*Rassegna di dottrina e giurisprudenza sulla prelazione convenzionale*, in Riv. Not., 1997, 241 ss.)

<sup>51</sup> Cass., sentenza n. 265/75, in Foro It., 1975, I.

<sup>52</sup> MATTURRI, nota a Trib. Bologna, in Soc.,1994.

emerga un mero rapporto obbligatorio, oppure una posizione di potestà-soggezione.

Autorevole dottrina<sup>53</sup> sostiene, in merito, che le varie interpretazioni fornite con riferimento alla natura giuridica del patto si risolvano, sul piano della struttura del rapporto prelatizio, in divergenti prospettazioni in merito ai profili di rilevanza soggettiva della prelazione convenzionale, pertanto riconducibili o alle contrapposte situazioni di obbligo-diritto di credito, oppure al diverso schema del diritto potestativo. Anche tra gli studiosi che propendono per una struttura di tipo obbligo-diritto emergono divergenze di opinioni: da una parte, vi è chi parla di obbligo positivo (contrarre con il prelazionario ovvero preferire), dall'altra, si ravvisa, invece, un impegno negativo (astensione dal contrarre con i terzi)<sup>54</sup>.

In sostanza – poiché tutte le ricordate prospettazioni ricostruiscono la prelazione come un rapporto obbligatorio – sembra possibile sostenere, senza tema di smentita, che il patto è comunque generativo di obblighi sia positivi che negativi<sup>55</sup>.

Non solo il promittente è tenuto a prestazioni positive di fare, quali

---

<sup>53</sup> PASSAGNOLI, *La disciplina della prelazione societaria*, in *Prelazione e gradimento nella circolazione delle partecipazioni sociali*, Padova, 1997, 41 ss.

<sup>54</sup> Sostengono, in particolare, la sussistenza di una obbligazione e, precisamente, di un obbligo positivo a contrarre, quanti, secondo gli orientamenti innanzi citati, riconducano il patto di prelazione allo schema del contratto preliminare unilaterale. Secondo un diverso risalente insegnamento, ripreso di recente dalla dottrina, il promittente sarebbe gravato invece da una semplice obbligazione negativa, consistente nell'astenersi dal contrarre con i terzi. PASSAGNOLI, *Op. ult. loc. cit.*

<sup>55</sup> PONTI – PANELLA, *La preferenza nel diritto societario e successorio*, Milano, 2002, 160.



quella di effettuare la c.d. “*denuntiatio*” e, soprattutto, quella di preferire il prelazionario, contraendo con quest’ultimo a parità di condizioni, piuttosto che con il terzo; ma nel contempo è tenuto a prestazioni (negative) di non fare, come quella di contrarre con il terzo in pregiudizio del prelazionario<sup>56</sup>.

Per quanto attiene all’efficacia ed al mancato rispetto delle clausole di prelazione, va ricordato che la dottrina prevalente<sup>57</sup>, nel silenzio della legge, riconosce efficacia reale alle clausole statutarie di prelazione. L’inserimento della clausola nello statuto non lascia spazio a dubbi in ordine alla inefficacia del trasferimento attuato in violazione della prelazione statutaria non soltanto nei confronti della società (che potrà rifiutare l’iscrizione dell’acquirente nel libro dei soci), ma anche nei confronti dei soci beneficiari del diritto di prelazione<sup>58</sup>.

Più in generale, si osserva che la prelazione, essendo consentita dall’art. 2355bis, c. 1, cod. civ., deve considerarsi una ipotesi di prelazione legale che attribuisce ai soci prelazionari pretermessi il diritto di riscatto sulle azioni alienate a terzi<sup>59</sup>.

---

<sup>56</sup> PONTI – PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, Milano, 2006, 160.

<sup>57</sup> Su tutti vedi CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, Torino, 2002, 242 e DI SABATO, *Manuale delle Società*, Torino, 1995, 340.

<sup>58</sup> CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2009, 241. La questione della natura reale od obbligatoria della clausola di prelazione è stata chiarita nel senso che l’inserimento nello statuto attribuisce efficacia reale, costituendo un’ipotesi di prelazione legale, con conseguente inefficacia del trasferimento per il caso di inosservanza dell’obbligo di preferenza. (*ex multis*, Trib. Milano 23 ottobre 1991; Trib. Rimini, 12 aprile 1984).

<sup>59</sup> Qualche autore, al contrario, attribuisce a tali clausole efficacia meramente obbligatoria, equiparandone gli effetti alle clausole di medesimo contenuto stipulate con patto parasociale:OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni*

Anche secondo la giurisprudenza prevalente, la violazione della prelazione statutaria determinerebbe l'inefficacia assoluta del trasferimento che potrebbe essere fatta valere sia dalla società, con il rifiuto di annotazione del terzo acquirente nel libro dei soci, sia da ciascuno degli altri soci<sup>60 61</sup>.

---

*e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, vol. I, 1987, p. 517. Giustamente minoritaria è rimasta perciò l'opinione (condivisa anche da CORAPI, GATTI, MACCABRUNI e, sia pure con diversa prospettiva, SANTOSUOSSO) che attribuisce efficacia meramente obbligatoria alle clausole di prelazione inserite nello statuto, così equiparandone gli effetti – semplice obbligo di risarcimento dei danni – a quelli di un patto parasociale di prelazione, in base all'assunto, nel contempo non corretto e non decisivo, che la clausola di prelazione è volta a tutelare interessi esclusivi dei soci. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2009, 241.

<sup>60</sup> CAMPOBASSO, *Op. ult. cit.*, 241-242.

In seno al prevalente orientamento, che riconosce efficacia reale alle clausole di prelazione statutarie (tra gli altri, DALMARTELLO, DE FERRA, FERRARA, FERRI, GRAZIANI e, più recentemente, ANGELICI, D'ALESSANDRO, DI SABATO, FARENGA, LIBONATI, GALGANO, RESCIO, MELI, COLUCCI, SBISÀ), non manca chi esclude l'opponibilità della violazione da parte della società (FERRI, RESCIO) o, all'opposto, che gli altri soci abbiano un diritto di riscatto nei confronti del terzo acquirente (ANGELICI, MELI, TUCCI). Cfr., anche ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1991, 194; RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 608; MELI, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*, 35 e ss., che ritiene applicabile l'art. 2932 cod. civ., in caso di violazione del diritto di prelazione.

Allo stesso modo, la giurisprudenza consolidata propende per l'efficacia reale della clausola (fra le altre, Cass. n. 2763/73, in *Giur. Comm.*, 1975, con nota di D'ALESSANDRO; Trib. Milano, 25.2.88, ivi 1989, II, 94, con nota critica di MACCABRUNI), sebbene non manchino decisioni che negano agli altri soci il diritto di riscatto (tra le tante, Trib. Catania, 5.5.2003, in *Società* 2004, con nota di FERRARI; Trib. Milano, 10.3.2006, ivi, 2007, con nota di DI NOLA), o aderiscono alla tesi dell'efficacia meramente obbligatoria (Trib. Bassano del Grappa, 15.9.93, in *Società*, 1994).

<sup>61</sup> Poiché le osservazioni svolte in merito alla clausola di prelazione sono estensibili anche alle clausole di covendita, essendo tutte riconducibili alle clausole limitative della circolazione delle partecipazioni e, per di più, rientranti tra le clausole maggiormente diffuse nella prassi (sulle quali si è concentrata particolarmente l'attenzione degli studiosi), vanno descritti, in via più esplicita, gli

---

orientamenti della dottrina e della giurisprudenza in particolar modo con riferimento alle conseguenze della violazione della clausola di prelazione.

Non emerge un particolare dibattito con riferimento alla clausola di prelazione extrastatutaria: come già accennato, rivestendo l'accordo natura obbligatoria, con produzione degli effetti solo nei confronti dei soci paciscenti, il trasferimento azionario posto in essere in violazione di tale clausola costituisce inadempimento contrattuale, con conseguente tutela risarcitoria.

Opinioni divergenti emergono, sul medesimo tema, in relazione alla clausola di prelazione inclusa in statuto.

Sul presupposto dell'efficacia reale della clausola di prelazione sono state formulate diverse tesi, alcune incentrate sul profilo dell'efficacia dell'atto, altre su quello della sua opponibilità, altre ancora su quello della sua validità.

Un primo orientamento, definito dell'inefficacia relativa, ritiene valido ed efficace *inter partes* l'atto di cessione, che tuttavia sarebbe inopponibile alla società, la quale, pertanto, dovrebbe negare l'iscrizione dell'acquirente nel libro soci, per cui l'alienante, formalmente socio, potrà esercitare i diritti sociali secondo le istruzioni dell'acquirente riversandogliene gli effetti. Di riflesso, gli altri soci, nel caso in cui gli amministratori adempissero al loro dovere e quindi non iscrivessero l'acquirente nel libro soci, potrebbero agire solo con la tutela risarcitoria.

Secondo un diverso orientamento, l'atto di cessione in violazione della clausola statutaria di prelazione sarebbe sì affetto da inefficacia relativa, ma l'atto sarebbe comunque pienamente efficace *inter partes* (cioè produrrebbe il suo tipico effetto reale traslativo della titolarità della partecipazione sociale ceduta), opponibile alla società (che quindi dovrebbe procedere ugualmente all'iscrizione), ma non agli altri soci, ai quali soli spetterebbe il potere di impugnarlo. In questo caso, secondo le diverse opinioni, gli altri soci o potrebbero agire (impugnando l'atto) solo al fine di ottenere la cancellazione dell'iscrizione eventualmente eseguita, ovvero potrebbero acquistare le partecipazioni cedute con lo strumento dell'esecuzione in forma specifica, ai sensi dell'art. 2932 cod. civ. (o con il riscatto ex art. 732 cod. civ.)

Un terzo orientamento sostiene l'assoluta inefficacia dell'atto di cessione, neppure *inter partes*, e non sarebbe opponibile dall'acquirente né alla società, né ai soci pretermessi. Anche nell'ambito di questa tesi, si riscontrano diverse opinioni in ordine alle forme di tutela disponibili per i soci: per alcuni, questi potrebbero agire (impugnando l'atto) solo al fine di ottenere la cancellazione dell'iscrizione eventualmente eseguita, per altri, invece, potrebbero altresì acquistare le partecipazioni cedute con lo strumento dell'esecuzione in forma specifica ai sensi dell'art. 2932 cod. civ., ovvero quello del riscatto di cui all'art. 732 cod. civ.

Ad ogni modo va sottolineato come, accanto ai fautori delle tesi sull'inefficacia, vi sono autori che impostano il problema in esame sul piano dell'invalidità. In merito, l'opinione prevalentemente propende per il vizio di nullità, fondandola sulla considerazione che la clausola creerebbe un obbiettivo vincolo di indisponibilità delle partecipazioni sociali, ma non manca chi propugna la tesi dell'annullabilità. FRATINI – BSCHETTI, *Le società di capitali*, Milano, 2010, 175.

Infine, in ordine alla funzione svolta dalle clausole di prelazione, va sottolineato come essa sia – per quanto tali clausole siano variamente elaborate dall'autonomia statutaria – quella di mantenere inalterata la struttura della compagine sociale, creando un ostacolo sia all'entrata di nuovi soci, sia alla modificazione degli esistenti rapporti di forza fra gli stessi, allo stesso tempo attribuendo all'azionista (intenzionato a vendere) la concreta possibilità di conseguire il valore economico “reale” della propria partecipazione. Pertanto, la clausola di prelazione non solo tutela e protegge un interesse dei soci, ma anche l'interesse della società all'omogeneità della compagine sociale e, quindi, di riflesso, al buon funzionamento dell'ente<sup>62</sup>.

Per tutti questi motivi, è proprio in seno al vasto tema della prelazione in ambito societario che si è posta attenzione alle clausole di covendita, quali strumenti, al pari della prelazione, finalizzati a disciplinare l'ingresso di nuovi soci (generalmente di maggioranza) nell'assetto proprietario di un ente solitamente a ristretta compagine sociale<sup>63</sup>.

Tuttavia, sebbene conservino punti di contatto con il genotipo della clausola di prelazione, le clausole di covendita si differenziano profondamente da queste per struttura e finalità operative<sup>64</sup>.

---

<sup>62</sup> DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e Trascinamento*, in *Notariato*, 2/2009, 157.

<sup>63</sup> DIVIZIA, *Op. ult. cit.* 158

<sup>64</sup> Si rinvia ai paragrafi successivi.

## **4.2. Le clausole di gradimento.**

Le clausole di gradimento, che subordinano il trasferimento delle azioni al *placet* di un organo sociale, normalmente il consiglio di amministrazione, sono ora oggetto di specifica disciplina<sup>65</sup>.

La *ratio* di tali clausole risiede non solo nel mantenimento dell'originaria compagine sociale (che può ben essere vero per le realtà di piccole dimensioni), ma anche nella prevenzione di scalate al controllo societario (nelle compagini più ampie<sup>66</sup>).

A seconda delle possibili formulazioni della clausola, l'organo chiamato ad esprimere il gradimento godrà di maggiori o minori spazi di discrezionalità.

I primi indirizzi sulla clausola di gradimento ritenevano che, alla luce del disposto del previgente art. 2355 cod. civ., questa fosse

---

<sup>65</sup> V. art. 2355bis, c. 2.

Anche il tema delle limitazioni alla circolazione azionaria, ed in specie della clausola di gradimento, ha provocato un'ampia serie di interventi da parte della dottrina. Possono così ricordarsi, tra i più significativi per l'impostazione generale del problema: ASCARELLI, *Sui limiti statutarî alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Banca borsa*, 1953, I, 281; BIGIAMI, *La clausola di gradimento al trapasso delle azioni*, in *Riv. Trim. Dir. e proc. Civ.*, 1953, 1; FERRI, *Sugli effetti inter partes del mancato gradimento del consiglio di amministrazione al trasferimento delle azioni*, in *Banca borsa*, 1954, I, 592; GRAZIANI, *In tema di limiti alla trasferibilità delle azioni*, in *Banca borsa*, 1954, I, 633; STOLFI, *In tema di limiti alla trasferibilità delle azioni*, in *Banca borsa*, 1957, I, 208; BUONOCORE, *Clausola di gradimento al trasferimento delle azioni e tutela della qualità del socio*, in *Foro pad.*, 1971, I, 229; GATTI, *Introduzione successive delle clausole di gradimento e cambiamento della legge di circolazione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1970, I, 337.

<sup>66</sup> Inoltre, la clausola potrebbe essere introdotta per "evitare che le azioni pervengano nelle mani di un insolvente, ovvero di non ammettere elementi interessati solo alla disgregazione della società, magari attraverso l'acquisizione di informazioni tecniche o gestionali, la cui conoscenza sia di vantaggio per le imprese concorrenti". SALOMONI, *Funzione e disciplina della clausola di gradimento*, in *Prelazione e Gradimento*, AA.VV., Padova, 1997, 88.

ammissibile in qualunque forma, anche se il gradimento fosse stato rimesso alla mera discrezionalità dell'organo amministrativo, ossia quando il rifiuto del *placet* non fosse subordinato all'osservanza di criteri predeterminati ed oggettivi.

Tuttavia, poiché una clausola siffatta sarebbe stata suscettibile di stravolgere il generale principio di alienabilità degli assetti proprietari, la giurisprudenza aveva giudicato come radicalmente nulle le clausole di mero gradimento<sup>67</sup>.

Successivamente, l'inefficacia delle clausole degli statuti di società per azioni che subordinavano l'efficacia del trasferimento al mero gradimento degli organi sociali è stata legislativamente stabilita (art. 22, L. 4 giugno 1985, n. 281)<sup>68</sup>.

---

<sup>67</sup> Cass., 15 maggio 1978, n. 2365, in *Giur. Comm.*, 1978, II, 639: “*Invero, le particolari condizioni cui l'art. 2355 cod. civ. consente di subordinare l'alienazione delle azioni devono concretarsi in situazioni specifiche oggettive, e non possono essere rimesse al giudizio discrezionale degli organi societari, sì da assumere carattere di mera arbitrarietà e da porre in essere una effettiva esclusione del potere di alienazione. L'attribuzione al consiglio del potere di vietare, in ogni caso, senza limitazioni, senza alcun riferimento ad elementi concreti e con effetto verso la società, più che una “condizione” cui sarebbe sottoposta l'alienazione, presenta i caratteri di un vero e proprio diritto insindacabile di veto al trasferimento, tale che ne risulta alterata la struttura della società azionaria, nella quale la piena e libera commerciabilità delle partecipazioni sociali è la regola generale*”.

Si vedano, inoltre, con riferimento al dibattito apertosi a seguito delle sentenze del 1978 e del 1982: CASTELLANO, *Fine delle clausole di gradimento*, in *Giur. Comm.*, 1978, II, 639; CASTELLANO, *Declino delle clausole di gradimento*, in *Giur. Comm.*, 1983, II, 153; DENOZZA, *Sopravvivenza (ma entro quali limiti?) delle clausole di gradimento*, in *Giur. Comm.*, 1979, II, 10; SPANO, *La clausola di gradimento fra passato e avvenire*, in *Giur. Comm.*, 1979, I, 676.

<sup>68</sup> VATTERMOLI, *Commento sub artt. 2354, 2355, 2355-bis e 2356 cod. civ.*, in SANTORO-SANDULLI, *La riforma del diritto societario*, Torino, 2003, 174 ss.; DENTAMARO, *Clausola di prelazione tra interesse della società e diritti individuali dei soci*, in *Giur. It.* 2002; MELI, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*, Napoli, 1991. Cfr., per l'interpretazione dell'art.22 della legge n°281 del

La nuova disciplina, introdotta con l'art. 2355 bis cod. civ., consente sì l'introduzione di clausole di mero gradimento, ma ne subordina l'efficacia alla fissazione di un obbligo di acquisto a carico della società o degli altri soci, oppure alla previsione del diritto di recesso dell'alienante<sup>69</sup>.

Così come delineata, la norma introdotta nel Codice si propone di individuare un sicuro punto di equilibrio fra l'interesse della società a disporre filtri all'ingresso di nuovi azionisti e l'interesse del socio a liquidare comunque la propria partecipazione: ciò non di meno l'interesse del socio può trovare concreta protezione anche con modalità diverse da quelle previste dal legislatore speciale<sup>70 71</sup>.

---

1985; GAMBINO, *Le clausole di gradimento dopo la legge 4 giugno 1985, n°281*, in *Giur. Comm.*, 1986, I, 5; BORGIOLO, *Le clausole di gradimento nella legge n°281 del 1985*, in *Giur. Comm.*, 1986, I, 35; CORSI, *Il fantasma della clausola di gradimento*, in *Giur. Comm.*, 1986, I, 20.

<sup>69</sup> Il corrispettivo dell'acquisto o la quota di liquidazione sono determinati secondo le modalità e nella misura previste dall'art. 2437bis, proprio in materia di recesso.

<sup>70</sup> È ciò che vedremo successivamente, quando tratteremo delle clausole di covendita e del problema dell'equa valorizzazione della partecipazione. In sintesi, non è sufficiente ritenere inefficace una clausola di *drag along* per la sola ragione che nello statuto o nel patto non vi sia una precisa indicazione del prezzo dei vendita delle partecipazioni. È ben possibile, infatti, che la causa giustificatrice dello spostamento patrimoniale, e quindi la causa che sorregge l'intera operazione, sia da rinvenirsi anche con riferimento ad aspetti regolati in ulteriori clausole e in base a ulteriori reciproche concessioni.

<sup>71</sup> Come affermato dal Consiglio notarile di Milano nella massima n°32 del 19 novembre 2004, "*Le clausole di mero gradimento contenute nello statuto di spa sono efficaci anche nel caso in cui (pur non prevedendosi il diritto di recesso ovvero l'obbligo, per la società o per gli altri soci, di acquistare le azioni al valore stabilito per il recesso, come prevede l'art. 2355-bis cod. civ.) contemplino l'obbligo per la società o per gli altri soci di acquistare «a parità di condizioni», cioè al prezzo che l'alienante ha concordato con il terzo non gradito, ovvero l'obbligo, per la società, di procurare altro acquirente gradito, che acquisti al valore stabilito per il recesso o*

## **5. Le clausole di covendita: tag along, drag along e bring along.**

Tra le clausole che l'art. 2355 bis c.c. consente di introdurre, ai fini di limitare la circolazione delle partecipazioni sociali, rientra sicuramente la covendita, destinata generalmente alla salvaguardia dei soci di minoranza.

Come accennato in precedenza, è difficile immaginare che un socio di minoranza riesca a cedere la propria partecipazione a condizioni particolarmente vantaggiose<sup>72</sup>, cosicché per costui la possibilità di alienare la propria partecipazione contestualmente alla vendita compiuta dal socio di maggioranza costituisce sia un modo per tutelarsi contro l'ingresso di soci sgraditi (senza dover necessariamente ricorrere alla prelazione), sia, probabilmente, l'unica possibilità di smobilizzare la partecipazione detenuta.

Per completezza, tuttavia, va precisato che, potendo il diritto di covendita operare anche in senso contrario, attraverso la facoltà di trascinarsi dell'altro (o degli altri soci) nella vendita della propria partecipazione<sup>73</sup>, esso può assumere diverse sfaccettature e, a seconda delle varie ipotesi, assumere la conformazione di un "tag along", di un

---

«a parità di condizioni».

<sup>72</sup> Lo stesso socio finanziatore generalmente acquista la partecipazione del socio di minoranza o sottoscrive azioni di nuova emissione, a fronte di precisi accordi di *governance* e di *exit* con il socio di maggioranza.

<sup>73</sup> Questa facoltà può essere di interesse sia per il socio di minoranza (che così facendo può ottenere un'offerta che altrimenti, per la sua quota di minoranza, non otterrebbe) sia per il socio di maggioranza (che oltre a speculare un maggiore ricavo, per la gestione dell'intero capitale, può facilitare l'appetibilità dell'acquisto che, con la presenza di un socio di minoranza scomodo, potrebbe essere ostacolato).



“*drag along*”, ovvero di un “*bring along*”<sup>74</sup> .

### **5.1. Clausola di *tag along*.**

La clausola di *tag along* (altrimenti detta, con denominazione meno frequente, “*piggy back*” o “*take along right*”) è generalmente posta a salvaguardia dell’interesse dei soci di minoranza<sup>75</sup>, i quali vogliono tutelarsi in relazione all’eventualità che il socio di maggioranza (o comunque di riferimento) si determini a cedere il proprio pacchetto azionario<sup>76</sup> .

Essa attribuisce ai soci di minoranza la possibilità di profittare delle condizioni economiche ottenute dal socio di maggioranza, atteso che il socio intenzionato ad alienare potrà cedere la propria partecipazione soltanto a condizione di ottenere dal terzo acquirente l’impegno ad acquistare alle medesime condizioni anche le quote degli altri soci titolari del diritto di *tag along*.

Il socio di minoranza avrà così la possibilità – e sempre che lo reputi opportuno e conveniente - di co-vendere la propria partecipazione, giovandosi della forza contrattuale di cui il socio di maggioranza gode nella negoziazione, a fronte di un’offerta irrevocabile di acquisto proveniente dal terzo<sup>77</sup> .

---

<sup>74</sup> PONTI-PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, Milano, 2006, 202 - 203

<sup>75</sup> DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e Trascinamento*, in *Notariato*, 2/2009, 158.

<sup>76</sup> PONTI-PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, 2006, 203

<sup>77</sup> Ad esempio nella determinazione del prezzo unitario di vendita, eventualmente comprensivo di un “premio di maggioranza”. Ne discende ulteriormente che la previsione di una clausola di covendita consenta in via

Ne discende che attraverso la clausola di *tag along* il socio di minoranza può ottenere i seguenti risultati:

- evitare di dover proseguire il rapporto sociale con un nuovo socio potenzialmente scomodo (senza doversi necessariamente avvalere della clausola di prelazione – se esistente – e salvo non vi sia già una clausola di gradimento che lo tuteli adeguatamente);
- avere la concreta possibilità di dismettere la propria partecipazione di minoranza (di per sé poco appetibile) e di non rimanere prigioniero della società;
- vendere ad un prezzo più elevato (atteso che, normalmente, il premio di maggioranza, si ripartisce - *pro quota* – anche in favore del socio di minoranza).

### **5.1.1 Esempio di clausola di tag along.**

La clausola di tag along potrebbe assumere la seguente formulazione<sup>78</sup>:

*1. Qualora una delle parti (di seguito il “Socio di maggioranza”) intenda vendere la propria partecipazione in tutto o in parte, ma in modo tale che il risultato finale sia comunque la perdita della maggioranza del capitale della società, a terzi ( di seguito il “terzo acquirente”), dovrà essere eseguita la procedura di cui al presente*

---

preventiva di conoscere con relativa certezza la sorte delle diverse partecipazioni, e ciò indipendentemente dall’entità di queste o dal fatto di aver partecipato attivamente alle negoziazioni per la cessione. DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinarsi*, in *Notariato*, 2/2009, 158.

<sup>78</sup> PONTI-PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, 2006, 204 – DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinarsi*, in *Notariato*, 2/2009, 161.

*articolo.*

*2. Il socio di maggioranza dovrà comunicare all'altra parte (di seguito il "socio di minoranza), ovvero a tutti gli altri soci e all'organo amministrativo, mediante fax, confermato con raccomandata a/r inviata presso la sede della società ed al domicilio di ciascun socio risultante dal libro soci, la propria volontà di trasferire al terzo acquirente le proprie azioni, indicando la misura della partecipazione interessata e tutte le condizioni del trasferimento.*

*La comunicazione deve contenere le generalità dell'offerente, il prezzo offerto e le condizioni del trasferimento<sup>79</sup>.*

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

*4. Successivamente, nel caso in cui venga perfezionato l'accordo tra il socio di maggioranza e il terzo acquirente, quale condizione sospensiva dell'efficacia di tale accordo, il socio di maggioranza dovrà far sì che il terzo acquirente, o altri terzi, presentino al socio di*

---

<sup>79</sup> Va osservato come il presupposto di operatività della clausola è il trasferimento ad un terzo di una partecipazione sociale che rappresenti la maggior parte del capitale sociale. È evidente che, al fine di evitare manovre elusive, il diritto di *tag along* può esser fatto valere dal socio di minoranza anche qualora la cessione sia effettuata in più *tranches*, coordinate fra loro. Oltretutto, potrebbe eventualmente fissarsi una percentuale minima del capitale sociale trasferito, ai fini dell'esercizio del diritto di seguito. DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinarsi*, in *Notariato*, 2/2009, 161.

*minoranza un'offerta d'acquisto delle loro partecipazioni alle medesime condizioni offerte dal terzo acquirente al socio di maggioranza. L'offerta dovrà riguardare una percentuale della partecipazione del socio di minoranza equivalente, in proporzione, alla percentuale di partecipazione relativa al trasferimento tra il socio di maggioranza e il terzo acquirente.*

*5. L'offerta di acquisto dei terzi al socio di minoranza dovrà essere irrevocabile per un periodo di [x] giorni dall'invio dell'offerta stessa, che dovrà avvenire via fax, confermata con raccomandata a/r. L'accettazione da parte del socio di minoranza dovrà essere inviata via fax, all'indirizzo indicato nella proposta, entro [x] giorni dalla data di ricevimento, via fax, della proposta.*

*6. Decorsi [x] giorni senza che vi sia stata accettazione, per iscritto, da parte del socio di minoranza, le relative offerte da parte del terzo si intenderanno decadute di diritto senza ulteriore comunicazione da parte del terzo offerente.*

*7. Il socio di maggioranza si asterrà in ogni caso dal vendere o comunque trasferire le proprie azioni a favore dell'offerente ove quest'ultimo non accetti di acquistare le azioni degli altri soci di minoranza che abbiano comunicato la propria intenzione di esercitare il diritto di tag along nelle proporzioni come sopra calcolate<sup>80</sup>.*

---

<sup>80</sup> I paciscenti potrebbero anche avere l'intenzione di prevedere la modalità di redistribuzione delle partecipazioni in seno alla cessione, in caso di rifiuto da parte del terzo di acquistare anche le azioni dei soci di minoranza: sostituendo, via proporzionale, le azioni del socio di maggioranza con quelle del socio minoritario, il terzo acquisterà la medesima quantità di azioni pattuite, distribuendo però l'acquisto in favore di tutti i soci.

8. *L'efficacia del trasferimento della partecipazione dal socio di maggioranza al terzo acquirente sarà sospensivamente condizionata allo svolgimento della procedura sopra descritta ed al decorso dei [x] giorni dall'invio dell'offerta dai terzi al socio di minoranza. In violazione di quanto sopra, il trasferimento delle partecipazioni dal socio di maggioranza al terzo acquirente si intenderà inefficace nei confronti della società, che dovrà rifiutare l'iscrizione a libro soci del terzo acquirente, ed, al contempo, il terzo acquirente non sarà legittimato all'esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi*<sup>81 82</sup>.

### **5.1.2. Natura giuridica, struttura e coercibilità della clausola di tag along.**

Dal punto di vista della struttura, va evidenziato che, sebbene i soci possano prevedere che la clausola operi secondo meccanismi variabili, la clausola di *tag along* sembra configurare una promessa (del socio intenzionato ad alienare) dell'altrui acquisto, a determinate condizioni, delle azioni dei soci beneficiari del diritto di co-vendita<sup>83</sup>.

In altre parole, la clausola di *tag along* potrebbe essere ricondotta allo schema della promessa del fatto del terzo, ai sensi dell'art. 1381 cod. civ.<sup>84</sup>: chi è obbligato dalla clausola - generalmente il socio di

---

<sup>81</sup> In questo modo, come già osservato, si conferisce efficacia reale alla clausola di *tag along* inserita nello statuto.

<sup>82</sup> DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2/2009, 158-159.

<sup>83</sup> PANZARINI, *Il contratto di opzione – I. struttura e funzioni*, Milano, 2007, 289, nt. 94.

<sup>84</sup> Art. 1381 cod. civ.: Promessa dell'obbligazione o del fatto del terzo. "Colui che ha promesso l'obbligazione o il fatto di un terzo è tenuto a indennizzare l'altro

---

*contraente, se il terzo rifiuta di obbligarsi o non compie il fatto promesso”.*

Sulla figura della promessa del fatto del terzo cfr: STOLFI, *La promessa del fatto di un terzo*, Riv. dir. comm., 1927, I, 203; SCALFI, *La promessa del fatto altrui*, Milano-Varese, 1955, 81 ss.; STASI, *Promessa dell’obbligazione o del fatto del terzo*, in NN.D.I., XIV, Torino, 1967, 69 ss., CHERUBINI, *La promessa del fatto del terzo*, Milano, 1992; MASTROPAOLO, *Promessa del fatto altrui, garanzie personali e sindacati di voto*, Riv. dir. comm., 1992.

Per quanto attiene alla nozione ed ai caratteri della promessa dell’obbligazione o del fatto del terzo, essa va inquadrata sistematicamente tra le applicazioni del principio di relatività degli effetti del contratto (art. 1372, 2° co., cod. civ.) e, pertanto, è vincolante soltanto nei confronti del promittente, il quale, ove il terzo rifiuti di obbligarsi o non compia il fatto promesso, risponde della mancata realizzazione dell’interesse dell’altro contraente (si può, quindi, promettere l’obbligazione di una terza persona, ma non si può costringerla ad eseguire la prestazione promessa). In merito alla natura giuridica, permangono incertezze in dottrina e giurisprudenza sulla esatta configurazione dogmatica della promessa del fatto del terzo, di volta in volta ricondotta a diverse figure di parte generale (obbligazione di garanzia, obbligazione di risultato) con esiti invero non appaganti. Le più recenti affermazioni della giurisprudenza di legittimità, tuttavia, stabiliscono che nella promessa del fatto altrui il promittente assume una prima obbligazione di *facere*, consistente nell’adoperarsi affinché il terzo tenga il comportamento promesso, onde soddisfare l’interesse del promissario, ed una seconda obbligazione di *dare*, cioè di corrispondere l’indennizzo nel caso in cui, nonostante il promittente si sia diligentemente adoperato, il terzo rifiuti di impegnarsi.

In relazione al contenuto, all’efficacia ed alla forma della promessa, va rilevato che il contenuto della promessa può essere sia l’assunzione di una obbligazione da parte del terzo sia l’adempimento di una obbligazione da questi già assunta verso il promissario, un fatto materiale o la stipulazione di un negozio. La promessa del fatto del terzo non conduce alla creazione di un vincolo solidale tra il promittente ed il terzo ed, avendo per oggetto un *facere*, non può produrre effetti reali. Inoltre, il contratto nel quale è consacrata la stipulazione, inoltre, non è soggetto alla medesima forma di quello promesso e non è, inoltre, richiesta l’adozione della forma scritta *ad probationem tantum*. Quanto all’indennizzo, secondo la più recente giurisprudenza qualora l’obbligazione di *facere* non venga adempiuta e l’inesecuzione sia imputabile al promittente ovvero venga eseguita in violazione dei doveri di correttezza e di buona fede, il promissario avrà a disposizione gli ordinari rimedi contro l’inadempimento, quali la risoluzione del contratto, l’eccezione di inadempimento, l’azione di adempimento e, qualora sussista il nesso di causalità tra inadempimento ed evento dannoso, il risarcimento del danno; qualora, invece, il promittente abbia adempiuto a tale obbligazione di *facere* e, ciononostante, il promissario non abbia ottenuto il risultato sperato a causa del rifiuto del terzo, diverrà attuale l’obbligazione di *dare*, in virtù della quale il promittente sarà tenuto a corrispondere l’indennizzo. D’ARCANGELO, *La promessa del fatto del terzo*, in *Obbligazioni e contratti*, Torino,

maggioranza - è tenuto a far sì che il terzo acquisti anche le partecipazioni del socio di minoranza, assicurando a quest'ultimo le medesime condizioni offerte per l'acquisto del pacchetto di maggioranza.

Poichè il socio maggioritario, obbligato a procurare la cessione delle quote appartenenti al socio minoritario, risponde della condotta del terzo acquirente, consistente nell'offerta di acquisto (e nell'eventuale successivo acquisto) delle relative partecipazioni, siamo in presenza della assunzione del rischio del mancato avveramento di quanto promesso.

Ne consegue che nel caso di violazione della clausola l'eventuale obbligo nascente in capo al promittente (che ha promesso non il fatto proprio ma il fatto altrui) avrà natura indennitaria e non risarcitoria<sup>85</sup>.

Per quanto attiene alle modalità di attuazione del *tag along*, va inoltre precisato che potrebbe risultare utile anche la previsione di una *put option* a carico dell'obbligato (al *tag along*)<sup>86</sup>.

---

12/2006.

<sup>85</sup> DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinarsi*, in *Notariato*, 2, 2009, 159. In dottrina si vedano anche BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Tratt. dir. civ. it.*, a cura di VASSALLI, Torino, 1993, 563 e SCALFI, *La promessa del fatto altrui*, Milano, 1955, 45 ss.

<sup>86</sup> Non manca, infatti, in dottrina chi, accanto all'ipotesi generale descritta (se vendi, ti obblighi a far sì che il compratore faccia un'offerta anche delle mie partecipazioni, alle medesime condizioni), ravvisi altri schemi entro cui ricondurre la clausola di *tag along*. Il primo consiste non in una promessa del fatto del terzo, bensì in una promessa di non alienare (riconducibile alla fattispecie di cui all'art. 1379 cod. civ.), condizionata ad una proposta d'acquisto da parte del terzo al promittente; il secondo in un contratto preliminare sottoposto a condizione ("se vendi ed il terzo non voglia acquistare le mie partecipazioni, ti obblighi ad acquistarle tu"), il cui vantaggio consiste nell'applicabilità del rimedio ex art. 2932 cod. civ., al fine di concludere coercitivamente il contratto di compravendita con l'obbligato: v.,

La *put option* viene ritenuta, infatti, più idonea per il raggiungimento del risultato finale desiderato dall'avente diritto, giacché l'inadempimento dell'opzione può condurre, oltre che all'esecuzione in forma specifica, anche al risarcimento del danno, con i noti e più favorevoli effetti nei confronti dell'avente diritto<sup>87</sup>.

A questo punto va operata una distinzione: se, da un lato, le descritte modalità (aggiuntive) di attuazione della clausola di *tag along* risultano indispensabili nel caso di una previsione contenuta in seno ad un patto parasociale, discorso diverso va svolto per le clausole statutarie (atteso che la collocazione in statuto determina una variazione nella natura e negli effetti delle stesse)<sup>88</sup>.

Come già visto in precedenza, vi è un annoso dibattito circa l'efficacia, obbligatoria o reale, delle clausole statutarie limitative della circolazione delle partecipazioni sociali. Richiamando quanto già detto in relazione alla prelazione societaria, va osservato che l'indirizzo prevalente<sup>89</sup> propende per l'efficacia reale delle clausole statutarie

---

D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (Tag Along e Drag Along)*, in *Riv. Dir. Civ.* n°4/2010, 394 ss.

<sup>87</sup> In dottrina si è avanzata anche la possibilità di inserire a carico dell'obbligato una *put option* al fine di dare maggiore certezza all'adempimento; peraltro, mentre l'inadempimento di un obbligo di covendita - riconducibile nello schema della promessa del fatto del terzo - comporta l'obbligo di prestare una indennità, l'inadempimento di una *put option* porta al risarcimento del danno, con effetti più favorevoli per l'avente diritto, cfr. PONTI-PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, 2006, 221 (gli autori in parola prospettano anche il rischio derivante da un accordo simulato, relativamente al prezzo, fra il socio di maggioranza ed il terzo, cui potrebbe adeguatamente risponderci in chiave preventiva deferendo ad un terzo la determinazione del valore delle partecipazioni.).

<sup>88</sup> DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e Trascinamento*, in *Notariato*, 2, 2009, 159.

<sup>89</sup> In tal senso, per tutti, v. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*,



limitative della circolazione azionaria, la cui violazione incide sulla legittimazione all'esercizio dei diritti sociali – essendo il trasferimento inopponibile alla società - e non sulla validità del trasferimento posto in essere (salva una diversa previsione statutaria); e ripropone le considerazioni svolte in ordine ai rimedi esperibili in tema di prelazione<sup>90</sup>.

Inoltre, così come per la prelazione, anche alla clausola di *tag along*

---

Torino, 2009, 245-246 e DAL SOGLIO, *Commento all'art. 2355-bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, I, 329 ss., secondo il quale è più corretto parlare di “limiti all'assunzione della legittimazione di socio” piuttosto che di “limiti all'iscrizione nel libro dei soci” (come accadeva prima della Riforma), poiché, ai sensi dell'art. 2355, “il giratario di azioni nominative è legittimato all'esercizio di tutti i diritti sociali anche in assenza dell'iscrizione”. In giurisprudenza, recentemente, v. Cass. 14 gennaio 2005, n. 691, in *Le società*, 2005, 1520 ss., con nota di RINALDI, *Validità della clausola di prelazione nella vendita fallimentare di quote di s.r.l.* La teoria sostenitrice dell'efficacia reale era prevalente anche prima della riforma: v. VITA, *La circolazione del titolo azionario*, in *Trattato teorico pratico delle società - Le società di capitali* a cura di G. SCHIANO DI PEPE, 206 ss. e le sentenze ivi citate.

<sup>90</sup> Sui rimedi esperibili, una non recentissima pronuncia della Suprema Corte chiarisce, dopo aver sottolineato la natura sicuramente parasociale del patto di prelazione tra i soci – in quanto avente ad oggetto un diritto, quello alla partecipazione sociale, compreso nel patrimonio personale di ciascun socio -, come l'inserimento del patto nello statuto “...valga a conferirgli anche una coloritura ulteriore, questa volta di carattere sociale. Se non si vuol negare significato a un comportamento che le parti hanno liberamente scelto di assumere, è giocoforza ritenere che, con l'inserimento della clausola di prelazione nell'atto costitutivo, si sia inteso attribuire a detta clausola, al pari di qualsivoglia altra pattuizione riguardante posizioni soggettive individuali dei soci che venga iscritta nello statuto dell'ente, anche un valore rilevante per la società, la cui organizzazione e il cui funzionamento l'atto costitutivo e lo statuto sono destinati a regolare. Clausole come quelle di prelazione o di gradimento hanno l'effetto di incidere sul rapporto fra l'elemento capitalistico e quello personale della società, accrescendo il peso del secondo elemento rispetto al primo nella misura che i soci ritengano di volta in volta più adatta alle esigenze dell'ente. Non stupisce, dunque, che esse possano assolvere anche ad una funzione specificamente sociale ed è questo il senso più evidente della loro collocazione nello statuto organizzativo della società”. (Cass. 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. comm.*, 1997, 520 ss., con nota di E. SCIMENI).

può riconoscersi valore organizzativo, “...in quanto essa incide pesantemente sull’intero asse societario ogni qualvolta si proceda ad una alienazione della partecipazione di maggioranza, determinando appunto la covendita di tutto o di una quota della restante parte del capitale sociale”<sup>91</sup>. Ne consegue, pertanto, una volta riconosciuta valenza organizzativa alla clausola di *tag along*, che ad essa vada attribuita efficacia *erga omnes*: in forza della pubblicità legale attuata mediante l’iscrizione nel registro delle imprese, l’opponibilità è estesa anche al terzo acquirente, costituendo la clausola una regola del gruppo organizzato, il cui rispetto si impone a chiunque volesse entrare a farvi parte<sup>92</sup>.

Per quanto riguarda le conseguenze derivanti dalla violazione della clausola merita di essere richiamata una recente pronuncia della Corte di Cassazione che pare propendere per la tesi della totale inefficacia dell’atto di trasferimento, sia nei confronti della società che dei soci: “...In via di principio, è possibile ammettere che il trasferimento della

---

<sup>91</sup> DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2/2009, 160.

<sup>92</sup> Sul punto vale anticipare quanto espresso dalla Massima I.I. 25 del Comitato Notarile del Triveneto, nella parte in cui afferma espressamente che “...dette clausole sono opponibili ai terzi acquirenti in quanto risultanti dal testo di statuto depositato nel registro delle imprese...”. La massima, consultabile sul sito ufficiale [www.trivenetogiur.it](http://www.trivenetogiur.it), sottolinea la funzione organizzativa delle clausole in parola, ma con specifico riferimento ad una clausola *drag along* il Tribunale di Milano, ordinanza 31 marzo 2008, in *Le società*, 2008, 1373, con nota di DI BITONTO (*Clausola statutaria di drag along: chi era costei*), nella parte in cui afferma che “...può rispondere ad un interesse sociale nella misura in cui mira anche a disinnescare a priori la conflittualità interna alla società che potrebbe essere alimentata dal peso in concreto della quota di minoranza e da un possibile abuso del potere di controllo, e quindi a garantire l’omogeneità della compagine sociale e la coesione dei soci...”.

*partecipazione in una società di capitali sia a certi fini efficace ed operante tra le parti indipendentemente dalla sua opponibilità alla società. Tuttavia, quando si tratti di una società a responsabilità limitata, le cui quote non sono naturalmente destinate alla circolazione, una siffatta distinzione è scarsamente plausibile e, comunque, richiederebbe una valutazione in concreto dell'ipotetica volontà in tal senso espressa dai contraenti interessati, non potendosi di sicuro presumere che essi abbiano inteso perfezionare il trasferimento della quota anche a prescindere dalla concreta successiva possibilità, per il cessionario, di esercitare nei confronti della società i diritti inerenti alla qualità di socio. (...) Corretta appare dunque la decisione impugnata laddove afferma che la mancata espressione del consenso degli altri soci, espressamente richiesto dallo statuto della società a responsabilità limitata in caso di trasferimento di quote della società per atto tra vivi, rende il trasferimento della quota inefficace anche tra le parti del contratto di cessione”<sup>93</sup>.*

Ad ogni modo, giova ricordare che, a causa della continua mutevolezza degli orientamenti giurisprudenziali (anche di legittimità) sul punto, ed al fine di evitare incertezze applicative e fasi di “stallo” in seno alla società, pare opportuno risolvere *ex ante* eventuali conflitti attraverso la redazione di clausole che ne garantiscano l'efficacia reale, ad esempio subordinando l'iscrizione del terzo acquirente nel libro soci

---

<sup>93</sup> Cass., 30 settembre 2005, n. 19203, in *Vita not.*, 2006, 1, 145 ss., con nota di S. MIRANDA.

al rispetto delle modalità di acquisto indicate nello statuto<sup>94</sup>.

## **5.2. Clausola di *drag along*.**

La clausola di *drag along* (detta anche “*come along*”, “*bring along*” o patto di trascinamento) attribuisce ad un socio, generalmente maggioritario, il diritto di negoziare la vendita sia della propria partecipazione che di quella detenuta da altri soci, i quali, a loro volta, si obbligano<sup>95</sup> a cedere le proprie partecipazioni al terzo con il quale il socio venditore abbia raggiunto l'accordo, alle stesse condizioni contrattuali e *pro quota* allo stesso prezzo<sup>96</sup>.

---

<sup>94</sup> DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2/2009, 159 – 161.

<sup>95</sup> Nella visione diritto-obbligo di covendita, cui fa riferimento il titolo del presente lavoro, si precisa che “*Le clausole (statutarie o parasociali) di c.d. drag-along (tale espressione significa, letteralmente, «trascinamento» e viene usualmente tradotta con il termine «co-vendita» vengono conformate nella prassi con l'attribuzione ad un socio del diritto, in caso di ricezione di offerte di acquisto da parte di un terzo potenziale acquirente, di procedere al trasferimento a quest'ultimo non solo della propria partecipazione sociale, ma anche di quella dell'altro socio (o di tutti gli altri soci), in modo tale che il terzo possa acquistare «in blocco» l'intero capitale sociale della società «bersaglio» agli stessi termini e condizioni negoziati e pattuiti con il socio, per cos. ` dire, «trascinatore»* (DI BITONTO, *Clausola statutaria di drag-along: chi era costei?*, in *Le Società*, 11/2008, 1380).

Viceversa, dal punto di vista del socio, per così dire, «trascinato», la clausola in esame sembrerebbe creare un vero e proprio vincolo giuridico (statutario o parasociale) al trasferimento della propria partecipazione sociale al terzo potenziale acquirente, il quale può ragionevolmente essere classificato, sul piano societario, come vero e proprio limite al trasferimento delle azioni (art. 2355 bis, cod. civ.), dato che «menoma la libertà di disporre delle azioni» del socio vincolato”. DI BITONTO, *Op. ult.cit.* 1380

<sup>96</sup> Come per la clausola di *tag along*, resta ferma la possibilità, per i soci che devono subire la co-vendita, di esercitare il diritto di prelazione sulla partecipazione del socio di riferimento, laddove tale diritto sia previsto a livello statutario ovvero parasociale.

### **5.2.1. Natura giuridica.**

A questo punto occorre operare una distinzione nell'analisi di due aspetti decisivi per l'inquadramento della clausola *de qua*, trattando prima della sua natura giuridica e, conseguenzialmente, della sua funzione.

Muovendo dalla incontestabile atipicità<sup>97</sup> della clausola di *drag along*, sembra utile ripercorrere i vari tentativi di ricondurre il fenomeno ad istituti noti e sperimentati<sup>98</sup>.

#### **i) Patto di opzione a favore di terzo.**

Secondo parte della dottrina e della giurisprudenza di merito (Tribunale di Milano, Ord. 31.3.2008)<sup>99</sup>, che ha avuto per prima il

---

<sup>97</sup> Come evidenza autorevole dottrina, le clausole di covendita configurano negozi “...in parte legislativamente atipici, appartenendo a quella “vegetazione tropicale di nuove strutture giuridiche” cui il mondo degli affari e le sue esigenze danno incessantemente origine”: D’ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita” (Tag Along e Drag Along)*, in *Riv. Dir. Civ.* n°4/2010, 380, nonché SCHUMPETER, *Capitalismo, socialismo e democrazia*, Milano, 1994, 136. Proprio in ragione della loro atipicità, è necessario svolgere una valutazione più attenta in merito alla loro validità, che, per consolidata giurisprudenza, si risolve automaticamente in un controllo di liceità.

<sup>98</sup> Risulta assai arduo “...tentare una ricostruzione contrattualistica della natura giuridica del meccanismo che sta alla base delle pattuizioni che mirano a realizzare una co-vendita forzata...”. Cfr. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. Comm.*, 5/2009, estr. 2.

<sup>99</sup> Il Tribunale di Milano, nella pronuncia del 31.3.2008, che si commenterà nei prossimi paragrafi, ha ricostruito la clausola «...come prevedente la concessione da parte del socio di minoranza (promittente) al socio di maggioranza (stipulante) di «un'opzione call a favore di terzo» (beneficiario determinabile in ragione della disponibilità ad acquisire con proposta irrevocabile l'intero capitale) sulla partecipazione di minoranza, sospensivamente condizionata dal fatto che lo stipulante riceva un' offerta di acquisto dell'intero capitale sociale e che il promittente non intenda esercitare il diritto di prelazione sulla quota di maggioranza».

In dottrina, l'opinione è stata sposata da DI BITONTO, *Clausola statutaria di*

compito di pronunciarsi sulla natura della clausola di covendita, il meccanismo della clausola di *drag along* consiste nella concessione, da parte di un socio ad un altro, di una opzione d'acquisto<sup>100</sup> a favore di terzo.

Sul piano civilistico, la clausola viene qualificata come un'opzione *call* (di acquisto) a favore di terzo in senso tecnico<sup>101</sup>, vale a dire un

---

*drag-along: chi era costei?*, in *Le Società*, 11/2008 (nt. 4) 1381 ss.

<sup>100</sup> Sul tema dell'opzione si richiamano, senza pretesa di completezza, i contributi di: PACCHIONI, *Della promessa di vendita con la cosiddetta clausola di opzione*, *FI*, 1927, I, 1111 ss.; BONFANTE, *L'opzione nei contratti di vendita*, *RDCo*, 1930, I, 129 ss.; DE MARTINI, *Struttura del rapporto obbligatorio generato dal patto di opzione*, *GCCC*, 1948, III, 750 ss.; ID. *Forma e trascrivibilità del patto di opzione*, *ivi*, 775 ss.; GORLA, *Note sulla distinzione tra opzione e proposta irrevocabile*, *RDC*, 1962, I, 213 ss.; ID. *Problemi sulla cedibilità dell'offerta contrattuale (di scambio), dell'opzione e del contratto preliminare*, *ivi*, 1963, I, 1 ss.; GABRIELLI, *Il rapporto giuridico preparatorio*, Milano, 1974; ID., *Opzione*, in *Enc. Giur.* XXI, Roma, 1990; FRATTINI, *L'opzione*, in AA.VV., *I contratti in generale*, a cura di Alpa-Bessone, Torino, 1991; SACCO, *L'opzione*, in Sacco-De Nova, *Il contratto*, in *Tratt. di dir. civ.*, dir. da Sacco, Torino, 1993, II, 308; REGOLI, *L'opzione*, in AA.VV., *La vendita*, a cura di BIN, I, in *I grandi orient. della giur. civ. e comm.*, Padova, 1994, 171 ss.

<sup>101</sup> Previsto e disciplinato dagli artt. 1411-1413 c.c.

Sul contratto a favore di terzo si vedano, tra i contributi più rilevanti,: CARIOTA FERRARA, *Diritti potestativi, rappresentanza contratto a favore di terzo*, *RDC*, 1960, I, 351 ss.; CAIANIELLO, *Osservazioni intorno alla causa ed alla forma del contratto a favore di terzi*, *ND*, 1962, 177 ss.; GIRINO, *Studi in tema di stipulazione a favore di terzi*, Milano, 1965; RUOPPOLO, *Appunti sul contratto a favore di terzi*, *GC*, 1966, I, 2169 ss.; DAMASCELLI, *Appunti in tema di contratto a favore di terzi*, *RN*, 1974, I, 1451 ss.; SACCO, in SACCO - DE NOVA, *Obbligazioni e contratti*, II, *Tratt. Rescigno*, 10, Torino, 1982, 415 ss.; BIANCA, *Diritto civile*, III, *Il contratto*, Milano, 1984, 536 ss.; MAJELLO, voce "*Opzione*" in *DDPciv*, Torino, 1989, 237 ss.

Per completezza, si ricorda che la fattispecie ex art. 1411 cod. civ. è il contratto "...con cui una parte (*stipulante*) designa un terzo quale avente diritto alla prestazione dovuta dalla controparte (*promittente*)" (così BIANCA, *Il contratto*, in *Diritto civile*, 3, Milano, 2000, 566-567). Sulla compatibilità del contratto di opzione ex art. 1331 cod. civ. con il contratto a favore di terzo ex art. 1411 cod. civ., cfr., tra gli altri, DI LORENZO, *Ammissibilità del contratto di opzione a favore di terzo*, nota a Cass., 1 dicembre 2003, n. 18321, in *Notariato*, 2005, 147.

contratto preparatorio<sup>102</sup> di opzione ex art. 1331 cod. civ., i cui elementi debbono essere così specificati.

Per quanto attiene al contenuto, l'oggetto del contratto consiste sia nell'intera partecipazione minoritaria, intesa quale «bene opzionato», sia nel contratto - definitivo o preliminare<sup>103</sup> -, di trasferimento di detta partecipazione, inteso quale contratto opzionato<sup>104</sup>.

---

<sup>102</sup> Come noto, è diffusa la qualificazione in dottrina del contratto di opzione (assieme alla proposta irrevocabile, al contratto di prelazione ed al contratto preliminare) come fonte di rapporti giuridici «...di natura strumentale o preparatoria...» (così GABRIELLI, voce *Opzione*, in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1990, 3), in quanto negozi unilaterali o bilaterali che, creando un vincolo a carico di una od entrambi i soggetti del rapporto, sono prodromici e strumentali alla stipulazione di un ulteriore contratto finale, che disciplinerà in via definitiva i rapporti tra le parti (sul tema, cfr. quello che è ormai un classico della civilistica italiana: GABRIELLI, *Il rapporto giuridico preparatorio*, Milano, 1974).

<sup>103</sup> L'opzione d'acquisto, che si assume possa ritenersi concessa per effetto della clausola di *drag along*, può essere intesa come opzione di contratto definitivo ovvero come opzione di contratto preliminare. Nella specie, in caso di opzione di contratto definitivo, il trasferimento della proprietà sui titoli si perfezionerebbe nel momento in cui il socio titolare del diritto di trascinamento accetta l'offerta d'acquisto proveniente dal terzo acquirente (salvo che sia previsto il diritto di prelazione, nel qual caso il trasferimento della proprietà resta sospensivamente condizionato anche al mancato esercizio della prelazione, nei termini indicati nella *denuntiatio*, da parte del socio su cui grava l'obbligo di co-vendita).

In caso di inadempimento da parte del socio onerato dall'obbligo di co-vendita, il terzo acquirente ed il socio titolare del diritto di trascinamento sarebbero legittimati ad agire in giudizio al fine di ottenere l'adempimento in forma specifica alla consegna dei titoli, per mezzo di una azione di inadempimento (competere, in ogni caso, il diritto ad ottenere il risarcimento del danno). Se, viceversa, si ritenesse che per effetto della clausola sorgerebbe semplicemente un obbligo a prestare il consenso necessario al trasferimento della partecipazione a favore del terzo, che abbia manifestato la propria intenzione di voler acquistare l'intero pacchetto societario, il meccanismo configurerebbe una concessione di una opzione di preliminare. Il terzo acquirente avrebbe diritto di ottenere una sentenza costitutiva, ex art. 2932 cod. civ., che produca gli effetti del contratto non concluso. (FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, *Giur. Comm.*, 5/2009, estr. 7).

<sup>104</sup> Contratto finale rispetto al quale il contratto di opzione si pone come

Dal punto di vista soggettivo, riguardo alla posizione del socio di minoranza “trascinato”, costui è nel contempo il concedente del diritto di opzione<sup>105</sup> e «promittente» ex art. 1411, comma 2, cod. civ., in qualità di contraente obbligato direttamente verso il terzo alla stipula del «contratto opzionato».

Riguardo gli altri due partecipanti all’operazione, si evince come il socio maggioritario («trascinatore») rivesta la posizione dello «stipulante» ex art. 1411 cod. civ.<sup>106</sup>; mentre il terzo contraente, futuro acquirente della partecipazione di minoranza, è contemporaneamente opzionario<sup>107</sup> e terzo beneficiario ex art. 1411 cod. civ.<sup>108</sup>.

Ne discende che l’elemento caratteristico della clausola di *drag along* risiede nella natura giuridica del diritto attribuito al terzo beneficiario, il quale non sarà titolare di un diritto soggettivo assoluto o relativo (di credito), bensì di un diritto potestativo, quale situazione

---

«preparatorio» (nel senso innanzi precisato nella nota precedente).

<sup>105</sup> E, quindi, di soggetto passivo del rapporto nella posizione di mera soggezione.

<sup>106</sup> Ossia della parte che devia verso il terzo beneficiario gli effetti favorevoli nascenti dal contratto (nel caso di specie, l’attribuzione del diritto di opzione all’acquisto della partecipazione azionaria del socio di minoranza «trascinato»).

<sup>107</sup> Ossia di titolare del diritto di opzione strumentale al perfezionamento/acquisto del contratto «opzionato»/bene «opzionato» (ossia il contratto di vendita della partecipazione azionaria di minoranza).

<sup>108</sup> Ossia di colui che, pur non essendo parte formale e sostanziale del contratto di opzione, acquista, di regola (art. 1411, comma 2, prima parte, cod. civ.), direttamente dal promittente (e non dallo stipulante), il diritto di opzione, nascente, quale effetto favorevole, dal contratto, in modo tale che, come fa notare il Tribunale di Milano, al terzo beneficiario spetta la “*legittimazione attiva ... a pretendere direttamente verso [il socio di minoranza.] l’esecuzione ... del contratto ed il trasferimento delle quote*”. (DI BITONTO, *Clausola statutaria di drag-along: chi era costei?*, in *Le Società*, 11/2008, 1381).



giuridica soggettiva attiva ricollegata alla posizione dell'opzionario<sup>109</sup>.

Altra caratteristica risultante dalla ricostruzione operata dal Tribunale di Milano consiste nella indeterminatezza, in via immediata, del terzo beneficiario dell'opzione, sebbene costui possa essere determinato al momento dell'offerta di acquisto della partecipazione di maggioranza (e, di riflesso, di quella minoritaria).

In tal modo, il giudice di merito sposa l'opinione che ritiene non essenziale la “...*determinazione del terzo beneficiario al momento del perfezionamento del contratto (nel caso di specie, l'adozione dello statuto sociale), essendo sufficiente che quest'ultimo indichi «il criterio per individuarlo [i.e., la presentazione di un'offerta di acquisto totalitario della società il cui statuto contenga una clausola di c.d. drag-along - N.d.A.] al tempo in cui l'obbligazione dovrà essere adempiuta [i.e., il trasferimento della partecipazione azionaria di minoranza - N.d.A.]»*”<sup>110</sup>.

Non va tralasciato che l'esercizio del diritto di opzione, finalizzato al «trascinamento» della partecipazione azionaria, è “...*subordinato e differito all'avveramento della duplice condizione cumulativa*”

---

<sup>109</sup> Sulla qualificazione della posizione giuridica dell'opzionario in termini di (titolarità di un) diritto di natura potestativa, cfr., tra gli altri, in dottrina PANZARINI, *Il contratto di opzione – I. struttura e funzioni*, Milano, 2007, 55 ss. e gli autori ivi citati; v. in giurisprudenza Cass. 22 gennaio 1982, n. 436, in *Giur. it., Mass.*, 1982.

<sup>110</sup> DI BITONTO, *Op. ult. cit.*, 1382. Sul tema dell'inessenzialità della determinazione del terzo beneficiario dell'opzione, vedi anche FRANZONI, *Il contratto e i terzi*, in GABRIELLI (a cura di), *I contratti in generale*, tomo II, Torino, 2006, 1212. In giurisprudenza, v. Cass. 6 luglio 1983, n. 4562, in *Giust. civ.*, 1983, I, 2589, secondo la quale: «*L'efficacia del contratto a favore di terzi non postula né la partecipazione del terzo al contratto stesso, né un'ulteriore manifestazione di volontà nei confronti di questi, da parte di colui che è già obbligato verso lo stipulante, nè, infine, l'esatta individuazione ab origine, dei terzi beneficiari*».

consistente, da un lato, nella “ricezione da parte del socio di maggioranza (quale «stipulante») di un’offerta di acquisto totalitario della società (la quale avvenga, come precisato da attenta dottrina, anche per il socio di minoranza alle medesime condizioni garantite al socio di maggioranza)”; dall’altro, nel mancato esercizio del diritto di prelazione (sull’acquisto della partecipazione maggioritaria), normalmente attribuito, in statuto o in un patto parasociale, al socio di minoranza («promittente») <sup>111</sup>.

Ad ogni modo, potendosi ritenere prevalente la tesi (in quanto avvalorata da motivazioni condivisibili, anche da parte della giurisprudenza di merito) che riconduce il meccanismo previsto nella clausola di *drag along* ad un contratto di opzione, in dottrina è stato sottoposto ad analisi anche un ulteriore aspetto, relativo all’incompletezza strutturale del contratto finale di vendita delle partecipazioni – cui la clausola di *drag along* è preordinata -, a causa dell’assenza di un suo elemento essenziale. Nella specie, si tratta del problema relativo ad un “co-elemento” dell’oggetto: il prezzo <sup>112</sup>.

Precisamente, attraverso la previsione di una clausola di *drag along* si attribuisce al socio che intende trasferire la propria partecipazione il diritto di coinvolgere nel trasferimento anche le quote del socio di minoranza, non potendosi tuttavia stabilire *ex ante* con il trascinato le condizioni alle quali il trasferimento si realizzerà, in quanto l’operazione è subordinata alla condizione che un terzo soggetto formuli una proposta

---

<sup>111</sup> DI BITONTO, *Op. ult.cit.* 1382.

<sup>112</sup> Sul punto, cfr. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008, 155, nt. 6.

d'acquisto delle quote del socio venditore. Da una tale premessa consegue che le condizioni di vendita, e dunque il prezzo, verranno fissate dal terzo acquirente, che è da considerarsi terzo rispetto al contratto di opzione/*drag along* (quale beneficiario ex art.1411 cod. civ.), sebbene parte sostanziale nel contratto finale di vendita delle partecipazioni.

Dunque, un elemento dell'oggetto del contratto di vendita – il prezzo della partecipazione - sarebbe determinato unilateralmente dalla stessa parte sostanziale del contratto, in tal modo sollevando dubbi sull'ammissibilità dell'operazione. L'ipotesi considerata, infatti, potrebbe sostanziare un "arbitraggio di parte", diverso dall'istituto denominato arbitraggio del terzo, ex art.1349 cod. civ., sulla cui ammissibilità non vi è convergenza di opinioni.<sup>113</sup> Seguendo, infatti, l'orientamento che propende per la soluzione negativa<sup>114</sup>, sorgerebbe il rischio di rendere invalida (*rectius*, nulla) la stessa clausola (di opzione) di *drag-along*, per indeterminatezza dell'oggetto<sup>115</sup>.

Tuttavia, sembra destinata a prevalere l'opinione di chi ritiene che la mancanza o incompletezza del prezzo possa essere sanata *per relationem*, facendo riferimento al contenuto del contratto tra alienante e terzo acquirente, ovvero attraverso una preventiva determinazione

---

<sup>113</sup> Per un'ampia ed esaustiva panoramica delle posizioni sul tema, cfr. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, in GABRIELLI (a cura di), *I contratti in generale*, tomo I, Torino, 2006, 861-864.

<sup>114</sup> Come fa, ad esempio, autorevole dottrina (tra gli, altri, RUBINO, *La compravendita*, in *Trattato di diritto civile commerciale*, Milano, 1962, 253); anche se ormai la dottrina più moderna sembra, sul punto, più possibilista (cfr. in tal senso GABRIELLI, *Op. ult. cit.*, 863; ROPPO, *Il contratto*, 356; BIANCA, *Op. cit.*, 338).

<sup>115</sup> DI BITONTO, *Op. ult. cit.*, 1381-1383.

convenzionale all'interno dell'originario accordo di covendita<sup>116</sup>.

## **ii) Le altre proposte ricostruttive.**

In dottrina è stata formulata la proposta di qualificare la clausola di *drag along* come una opzione d'acquisto per persona da nominare<sup>117</sup>.

In questa prospettiva, che riconduce la clausola in esame allo schema negoziale del contratto per persona da nominare disciplinato dagli artt. 1401 e segg., cod. civ.<sup>118</sup>, occorre verificare il ruolo assunto

---

<sup>116</sup> D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" ((Tag Along e Drag Along)*, in *Riv. Dir. Civ.* n°4/2010, 385.

<sup>117</sup> PROVERBIO (*I patti parasociali*, IPSOA, 2004, 72) ritiene che la clausola configuri una "...opzione call (...) che il socio avente diritto di azionare l'obbligo stipula per persona da nominare (il terzo futuro acquirente) ai sensi dell'art. 1401 Codice civile 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".

Sulla struttura e sulle funzioni del contratto di opzione, ed in particolare sulla funzione dell'opzione come strumento di pianificazione ed organizzazione degli investimenti industriali e societari, nonché sui diritti di *put* e *call* nel contesto delle operazioni di *M&A*, v., PANZARINI, *Il contratto di opzione*, Milano, 2007, (nt. 1) 256 e ss..

<sup>118</sup> Tale figura contrattuale ricorre quando un contraente si riserva, al momento della conclusione del contratto, "la facoltà di nominare successivamente la persona che deve acquistare i diritti ed assumere gli obblighi nascenti dal contratto stesso" (art. 1401 cod. civ.).

Sul contratto per persona da nominare, si analizzino, oltre alle opere generali dedicate al negozio ed al contratto, i contributi specifici di: STOLFI, *La conclusione dei contratti per persona da nominare*, *RDC*, 1926, 537 (ora in *ID.*, *Studi di diritto privato*, Milano, 1980, 495); ENRIETTI, *Il contratto per persona da nominare*, Torino, 1950; LAZZARA, *Il contratto per persona da nominare*, Milano, 1965; SIMONESCHI, *Note critiche in tema di contratto per persona da nominare*, *RTPC*, 1968, 1726; GAZZONI, *Profili della riserva di nomina del contraente*, *GCo*, 1982, I, 229; GRAZIADEI, voce "Contratto per persona da nominare" in *DDPciv*, Torino, 1989, 261 ss.

nell'operazione da ciascuno dei soggetti coinvolti.

Il socio di maggioranza «trascinatore» ricoprirebbe - in relazione al (futuro ed eventuale) contratto traslativo della partecipazione sociale del socio di minoranza «trascinato» - il ruolo di «stipulante», che si è riservato il potere di nomina del terzo destinato a subentrargli in via sostitutiva nel rapporto contrattuale traslativo con il socio promittente.

Quindi, la comunicazione del socio di maggioranza «trascinatore» al socio di minoranza «trascinando» di volersi avvalere dell'opzione e di voler esercitare il diritto all'acquisto dovrà contenere anche la *electio amici* prevista dall'art. 1402 cod. civ. e dovrà essere accompagnata dalla dichiarazione del terzo designato di accettazione della nomina effettuata dallo stipulante (art. 1403 cod. civ.).

In proposito, si deve ricordare come autorevole dottrina<sup>119</sup> rilevi che il contratto per persona da nominare è un contratto stipulato per sé, restando l'esercizio della facoltà di nomina vicenda soltanto eventuale e non necessaria. Al contrario, in caso di *drag-along*, non è prevista – a meno di non voler negare la funzione di trascinamento propria della clausola - la facoltà che il socio di maggioranza possa acquistare per sé la partecipazione del socio minoritario<sup>120</sup>: ne deriva che il patto di opzione con finalità di trascinamento dovrà escludere che l'effetto traslativo possa prodursi nei confronti dello stipulante e che il nominando possa essere soggetto diverso dall'acquirente della

---

<sup>119</sup> Cfr., tra gli altri, BIANCA, *Il contratto*, cit., 129-130 e 132 e la dottrina ivi citata.

<sup>120</sup> Più che una facoltà, infatti, la nomina del terzo acquirente costituirebbe un vero e proprio obbligo del socio titolare della partecipazione a cui viene riferito il *drag along*.

partecipazione posta in vendita dal socio di maggioranza: con un significativo discostamento dal modello nozionale descritto negli artt. 1401 e segg., cod. civ.

Per tali ragioni si è da altri sostenuto<sup>121</sup>, che la clausola di *drag along* configurerebbe, non un contratto per persona da nominare, ma semmai un contratto per conto di chi spetta, in cui “...*un soggetto (stipulante) ... dichiara di contrarre non per sè, bensì per un altro soggetto attualmente non identificato, ma che risulterà identificato in una fase successiva (come nell’ipotesi disciplinata all’art. 1513, c.1, cod. civ.)*”<sup>122</sup>.

Inoltre, la clausola di *drag along* è stata da taluni ricondotta allo schema del contratto preliminare unilaterale, in cui il promittente venditore si obbliga a stipulare un nuovo accordo che realizzi il trasferimento di una determinata cosa propria in capo ad un terzo<sup>123</sup>.

Anche in questo caso lo schema generale del preliminare subisce significative alterazioni, relative non soltanto quanto all’efficacia (che rimane sospensivamente condizionata all’evento della vendita della partecipazione detenuta dallo stipulante) ed al beneficiario della prestazione oggetto della promessa di vendita (il terzo e non lo stipulante), ma soprattutto quanto all’indeterminatezza del soggetto

---

<sup>121</sup> In tal senso cfr. ROPPO, *Il contratto*, in IUDICA e ZATTI (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Milano, 2001, 321.

<sup>122</sup> DI BITONTO, *Clausola statutaria di drag-along: chi era costei?*, in *Le Società*, 11/2008, 1382.

<sup>123</sup> Ne discende la possibilità di invocare, salvo diversa previsione pattizia, il rimedio ex art. 2932 cod. civ. in caso di inadempimento dell’obbligo di stipulare con il terzo il contratto definitivo di vendita della partecipazione.

acquirente, dell'oggetto (corrispettivo ed altre condizioni di vendita) e della durata dell'impegno.

Tuttavia, in relazione al primo degli aspetti problematici segnalati la dottrina non ravvisa alcun profilo di invalidità, evidenziando come la condizione apposta al negozio (mi obbligo a vendere se venderà lo stipulante) non ha natura meramente potestativa. Quanto al secondo, potrebbe farsi ricorso allo schema negoziale del *pactum de contrahendo cum tertio*, la cui operatività non trova ostacoli pur in presenza di una indeterminatezza soggettiva del terzo acquirente<sup>124</sup>. Infine, l'indeterminatezza soggettiva ed oggettiva potrebbe essere agevolmente superata mediante appositi meccanismi di *relatio*.

Per esigenze di completezza, va ricordato che qualche autore inquadra la clausola di *drag along* nello schema del mandato<sup>125</sup> ad

---

<sup>124</sup> Sulla figura del *pactum de contraendo cum tertio* vedi GABRIELLI, *Il contratto preliminare*, Milano, 1970, e PELLIZZI, *Obbligo di contrarre con terzi in nome e per conto proprio*, in *Foro pad.*, 1950. I citati contributi sottolineano la differenza di questa figura rispetto al mandato, in cui il mandatario conclude il contratto nell'interesse del mandante, mentre nel primo caso l'interesse è la stipulazione di un accordo tra il promittente, che agisce per conto proprio e non dello stipulante, ed il terzo, "dal quale contratto inter alios lo stipulante si attende il soddisfacimento di riflesso di un proprio bisogno". D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (Tag Along e Drag Along)*, in *Riv. Dir. Civ.* n°4/2010, 383, nt.22.

<sup>125</sup> Sul contratto di mandato, v.: SANTAGATA, *Del mandato – Disposizioni generali, art.1703-1709*, in *Comm. Scialoja e Branca*, Bologna-Roma, 1984, che contiene anche indicazioni per la dottrina anteriore al 1984; MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, Roma, 1961; PUGLIATTI, *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1964; MOLLA, *Il mandato nella giurisprudenza*, Padova, 1977; PAPANTI – PELLETTIER, *Rappresentanza e cooperazione rappresentativa*, Milano, 1984; CARNEVALI, *Mandato*, in *Enc. Giur.*, XX, Roma, 1990; NANNI, *L'interposizione di persona*, Padova, 1990; CIAN, *La sostituzione nella rappresentanza e nel mandato*, *RDC*, 1992, i, 481; ID., *La revoca del mandato*, Padova, 1992; VISINTINI (cur.), *Rappresentanza e gestione*, Padova, 1992; GRAZIADEI, voce "Mandato", in *DDPciv*, Torino, 1994, 154.

alienare: il socio (di norma) maggioritario assumerebbe l'incarico - e verrebbe munito del potere - di vendere le partecipazioni dell'altro socio, unitamente alle proprie<sup>126</sup>; ed il mandatario, generalmente titolare della cosa principale, potrebbe individuare, nei limiti del potere conferitogli, le occasioni di mercato che gli consentano di "...massimizzare i corrispettivi della duplice vendita..."<sup>127</sup>.

A questo punto, considerati i contrastanti esiti dei tentativi ricostruttivi operati dalla dottrina, appare legittimo chiedersi se sia sufficiente, e non risulti persino fuorviante, analizzare la clausola di *drag along* in termini puramente contrattualistici.

In proposito sarà consentito di ricordare il pensiero di chi, evidenziando le differenze tra le regole applicabili in generale alle relazioni giuridiche di diritto privato rispetto e quelle applicabili ai

---

<sup>126</sup> Secondo alcuni autori, il contratto di mandato non solo avrebbe mera efficacia obbligatoria, mancando una specifica procura, ma sarebbe allo stesso tempo irrevocabile, in quanto concesso anche nell'interesse del mandatario. FABBRINI (*Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. Comm.*, 5/2009, estr. 7), inoltre, si preoccupa di precisare le conseguenze pratiche scaturenti da una simile interpretazione: "*nel caso in cui il socio onerato dall'obbligo di co-vendere, cioè, secondo lo schema qui proposto, il mandante, rifiuti di dar corso a tutti gli adempimenti necessari per consentire al terzo di procedere all'acquisto della sua partecipazione, ne deriverebbe, in capo al socio inadempiente, un obbligo di risarcimento dei danni subiti dal mandatario per effetto dell'inadempimento*".

<sup>127</sup> D'ALESSANDRO (*Op. ult. cit.*, 381 ss.) evidenzia, inoltre, che lo schema del mandato ad alienare non risulti applicabile all'ipotesi di *tag along*, atteso che, in quest'ultimo caso, dovendo la clausola vincolare un soggetto a non alienare fino a quando non abbia consentito all'altra parte di accodarsi alla vendita, difficilmente il socio di minoranza riuscirà ad ottenere l'incarico di vendere, in uno alla cosa secondaria, anche il bene principale. Ed anche qualora costui riuscisse ad ottenere il mandato, sorgerebbe l'evidente rischio che il mandante, titolare di un bene con caratteristiche tali da poter essere facilmente collocato sul mercato, venda direttamente, esponendosi soltanto ad un'eventuale azione risarcitoria e non certo di natura reale.



rapporti societari, ha affermato che in luogo delle figure tipiche del diritto privato, riconducibili alle situazioni soggettive di diritto soggettivo/obbligo, sia preferibile contrapporre le posizioni di potere ed onere<sup>128</sup>. Ne discenderebbe che la clausola di *drag along* inserita in uno statuto, esprimendo semplicemente una regola organizzativa della società, si limita ad imporre doveri a carico dei soci, “...senza che ad essi corrisponda, necessariamente, una situazione attiva in capo ad un altro socio, qualificabile in termini di diritto soggettivo vero e proprio”<sup>129</sup>.

### **5.2.2. Funzione.**

Per poter descrivere correttamente gli interessi perseguiti attraverso le clausole di *drag along*, occorre operare un distinguo tra l'interesse del socio trascinato e quello del socio trascinatore, differenziando ulteriormente tra detentori di pacchetti di maggioranza e di minoranza.

---

<sup>128</sup> V., ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in COLOMBO-PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004, 129, il quale afferma che l'eventuale violazione della regola organizzativa non comporta l'inadempimento di un obbligo e/o la lesione di un diritto, quanto, piuttosto, l'illegittimo esercizio di un potere, con conseguenze questioni relative alla validità/invalidità dell'atto compiuto, non di carattere risarcitorio.

<sup>129</sup> FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. Comm.*, 5/2009, estr. 2-3. Per completezza si noti che una simile lettura è stata fornita anche dalla citata pronuncia del Tribunale di Milano, nella circostanza in cui ha sottolineato la mancata contrapposizione tra situazioni di diritto ed obbligo, riconoscendo che “...in sostanza in seguito al mancato esercizio della prelazione sulla quota di maggioranza, il socio di minoranza assume l'obbligo di cedere la sua partecipazione in favore del terzo acquirente disposto ad acquistare l'intera partecipazione sociale (di maggioranza e minoranza), e il socio di maggioranza assume a sua volta l'obbligo di cedere la sua quota al terzo unitamente a quella di minoranza”.

In linea di principio, come più volte precisato, il diritto di trascinarsi può essere conferito indifferentemente al socio minoritario o al socio maggioritario:

- se il *drag along* è previsto a favore del socio di minoranza, la funzione precipua della clausola sta nel consentire a costui di negoziare l'alienazione dell'intera partecipazione sociale ed, in tal modo, di raggiungere due scopi: da un lato, vendere la propria partecipazione altrimenti non appetibile facendo leva sull'interesse del terzo a conseguire il controllo della società; dall'altro, vendere ad un prezzo certamente superiore, siccome comprensivo del cd. premio di maggioranza. Si deve anche ricordare che la clausola può soddisfare anche l'interesse del terzo acquirente, consentendogli non soltanto di acquisire la proprietà dell'intero capitale sociale, ma soprattutto di eliminare alla radice l'eventuale interferenza di altri soci nelle decisioni relative alla gestione della società.

- Se, invece, il *drag along* è previsto nell'interesse del socio di maggioranza quest'ultimo, potendo negoziare il trasferimento della totalità delle azioni rappresentative il capitale sociale (o di una partecipazione societaria più ampia di quella da medesimo posseduta), potrebbe conseguire un corrispettivo ulteriormente maggiorato rispetto a quello che avrebbe ottenuto alienando la sua sola quota, sebbene maggioritaria o di controllo<sup>130</sup>.

---

<sup>130</sup> In tal senso, FABBRINI, *Op. ult. cit.* e PONTI-PANELLA, *La preferenza nel diritto societario e successorio*. Sul tema della funzione della clausola di *drag along*, PANZARINI (*Il contratto di opzione*, Milano, 2007, 264, nt. 63) afferma che siffatta clausola ha, in particolare, "...la funzione di aumentare il valore della

In linea conclusiva, è unanimemente condivisa l'opinione secondo cui è duplice l'interesse che la clausola è oggettivamente in grado di perseguire:

- con riferimento ai soci titolari del *drag along* (siano essi di minoranza o di maggioranza), agevolare lo smobilizzo del proprio investimento con la relativa possibilità di profittare del premio di maggioranza o, in relazione al socio maggioritario, un ulteriore premio da controllo totalitario;
- riguardo al terzo acquirente, evitare di entrare in una società in cui vi sia la presenza di soci non graditi, che potrebbero ostacolare l'attuazione della linea amministrativa e gestionale decisa dal nuovo socio<sup>131</sup>.

Ad ogni buon conto, sulle funzioni perseguite dalle clausole di covendita si tornerà ampiamente anche nel corso dei successivi capitoli.

---

*partecipazione sociale venduta, consentendo al titolare del diritto di drag along di ottenere migliori condizioni nella negoziazione con il terzo, considerata la possibilità per l'acquirente di acquistare una partecipazione di maggioranza del capitale o addirittura una partecipazione totalitaria, evitando la presenza di altri soci non graditi e consentendosi al terzo di trovare partners di suo gradimento...".*

<sup>131</sup> DI BITONTO (*Clausola statutaria di drag-along: chi era costei?*, in *Le Società*, 11/2008, 1381), nell'espone i motivi che inducono il socio di maggioranza a dotarsi del diritto di trascinare, afferma che una tale previsione "trova giustificazione soprattutto quando il socio di minoranza si vede riconosciuto dallo statuto sociale (o da un collegato patto parasociale) una serie di poteri di interdizione dell'azione del socio di maggioranza, tali da non consentire al terzo nuovo socio di maggioranza un dominio di diritto sulla società bersaglio (si pensi, ad esempio, alla previsione di maggioranze qualificate per l'adozione delle decisioni, vuoi di «alta amministrazione» dei soci: nomina delle cariche sociali, mutamento dell'oggetto sociale, scioglimento anticipato, ecc.; vuoi di «gestione strategica» dell'azienda sociale ad opera degli amministratori: business-plan, politiche di investimento od indebitamento, ecc.)".

### **5.2.3. Esempio di clausola di drag along.**

La clausola di *drag along* dovrebbe essere formulata adottando un testo del seguente tenore<sup>132</sup>:

1. *Laddove il socio avesse intenzione di negoziare in buona fede con un terzo acquirente la cessione di almeno il [x]% delle azioni della società, sia che tale misura sia calcolata in base ad un'unica transazione, sia che risulti dalla sommatoria di più transazioni, in una trattativa (di seguito "proposta di vendita") che non sia realizzata mediante una quotazione su un mercato regolamentato, né abbia come controparte una persona giuridica controllata o collegata alla società, il socio finanziario avrà il diritto (il diritto di trascinamento), esercitabile inviando una comunicazione scritta ad ognuno degli altri soci, almeno [x] giorni prima della prevista conclusione della trattativa, di richiedere agli altri soci di vendere la medesima percentuale di azioni (proporzionale alla percentuale di proprie azioni negoziata dal socio finanziario) al medesimo terzo acquirente a condizioni non meno favorevoli di quelle applicate al socio finanziario<sup>133</sup>.*

2. *Il socio alienante dovrà darne comunicazione all'altro socio ovvero a tutti gli altri soci e all'organo*

---

<sup>132</sup> PONTI-PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, 207-208, DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2/2009, 165 ss.

<sup>133</sup> Come si nota, al fine di evitare manovre elusive, il diritto di *drag along* può esser fatto valere dal socio di minoranza anche qualora la cessione sia effettuata in più *tranches*, coordinate fra loro, potendosi anche stabilire che il diritto non possa essere esercitato per trasferimenti che abbiano ad oggetto un numero di partecipazioni inferiori ad una certa soglia.

*amministrativo, mediante lettera raccomandata con avviso di ricevimento inviata presso la sede della società ed al domicilio di ciascun socio risultante dal libro soci.*

*La comunicazione deve contenere le generalità del cessionario, il prezzo offerto e le condizioni del trasferimento.<sup>134</sup>*

*Ogni socio con il presente patto accetta fin d'ora di cooperare con il socio finanziario e assume ogni iniziativa e/o comportamento che risulterà ragionevolmente necessario per il perfezionamento della cessione al terzo acquirente.*

3. *Inviata la comunicazione di esercizio del diritto di trascinarsi, il socio finanziario potrà richiedere ad ogni socio, ed in questo ogni socio sarà tenuto a sottoscrivere, un contratto di deposito fiduciario ed una procura a vendere, nei termini e con la forma degli atti qui allegati – doc. [x] – al fine di adempiere al “diritto di trascinarsi” (di seguito “deposito fiduciario e*

---

<sup>134</sup> L'offerta fatta dal terzo deve indicare precisamente chi sarà il cessionario reale del pacchetto azionario coinvolto dalla clausola di *drag along*, senza pertanto potersi formulare proposte di acquisto per sé o per persona da nominare. In merito, lo stesso Tribunale di Milano, nella recente ordinanza 31 marzo 2008, paventa il rischio che, attraverso la *drag along*, il socio possa solo formalmente trasferire la propria quota ad un terzo, dietro il quale si celerebbe, in realtà, proprio lo stesso socio alienante. Ciò, oltre a violare i precetti di buona fede e salvaguardia dell'altrui interesse negoziale, realizzerebbe uno strumento per ottenere indirettamente l'espulsione del socio di minoranza.

Secondo la dottrina, tuttavia, questo accorgimento non sarebbe necessario nella previsione della clausola di *tag along*, atteso che il socio cui è attribuito il diritto di seguito non si trova in posizione di soggezione e “*conserva un margine di discrezionalità, potendo rifiutare l'offerta irrevocabile di acquisto proveniente dal terzo estraneo ove detta offerta sia corredata dalle condizioni di acquisto ritenute non convenienti ovvero il reale cessionario del pacchetto azionario non sia ex ante conoscibile*” (così, DIVIZIA, *Op ult..cit.*, 165, nt.23).

*procura a vendere”). Il deposito fiduciario e la procura a vendere prevederanno, tra l’altro, che ogni socio consegnerà in deposito fiduciario i certificati azionari e conferirà irrevocabilmente ogni necessario potere e rappresentanza per agire in relazione alla proposta di vendita<sup>135</sup>.*

*4. Le azioni soggette al presente “diritto di trascinamento” saranno incluse nella proposta di vendita agli stessi termini e condizioni applicabili alle azioni del socio finanziario nella proposta di vendita. In ogni caso il valore di cessione del pacchetto azionario detenuto dal socio di minoranza e soggetto al drag along non potrà essere inferiore al valore di liquidazione dello stesso, calcolato in base ai criteri legali previsti per il recesso, cui espressamente si rimanda<sup>136</sup>.*

*5. Nell’ipotesi di trasferimento di azioni eseguito senza l’osservanza di quanto sopra prescritto, l’acquirente non avrà diritto di essere iscritto nel libro soci e non sarà legittimato*

---

<sup>135</sup> Come già accennato, gli strumenti del deposito fiduciario e della procura a vendere permettono al socio “trascinatore” di effettuare una proposta di vendita comprensiva dell’intero pacchetto azionario, in tal modo potendo effettuare un’unica transazione e non riducendosi ad un mero “accodamento”. Allo stesso tempo, mediante una simile previsione, si può obbligare il socio “trascinato” alla stipula di un separato contratto di deposito fiduciario e di una procura a vendere.

<sup>136</sup> Come più ampiamente analizzato nei prossimi paragrafi, è preferibile che lo statuto fissi un prezzo minimo per la vendita delle partecipazioni del socio “trascinato”. Sul punto si rinvia alla disciplina del recesso, la quale, come in altri ambiti, garantisce l’equa valorizzazione della partecipazione azionaria (si vedano la Massima n. 88 del Consiglio Notarile di Milano e la richiamata ordinanza del Tribunale di Milano). Una simile previsione è ispirata semplicemente ad un criterio di prudenza, per evitare declaratorie di invalidità della clausola – come avvenuto nel caso dell’ordinanza citata - in mancanza di un orientamento giurisprudenziale consolidato sul punto.

*all'esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi*<sup>137</sup>.

#### **5.2.4. Le differenze tra le clausole di *drag along* e *tag along*.**

Rinviando alle pagine successive l'analisi più approfondita dei rapporti tra le due tipologie di clausole, a questo punto giova segnalare le differenze più evidenti.

La clausola di *tag along*, ricondotta dalla dottrina prevalente ad una promessa del fatto del terzo, è volta a garantire il socio di minoranza da cessioni azionarie effettuate da altri azionisti che potrebbero compromettere il valore della partecipazione detenuta: in caso di mancato "accodamento" il socio di minoranza potrebbe invocare o una tutela indennitaria ovvero una tutela reale consistente nella paralisi dell'efficacia dell'atto di trasferimento. Discorso diverso vale per la clausola di *drag along*, che conferisce al socio titolare il diritto a trascinare l'altro socio nell'operazione di trasferimento delle partecipazioni.

Il punto merita di essere chiarito.

Benchè in entrambi i casi il presupposto di operatività della clausola si rinvenga nell'iniziativa economica del socio che intende cedere la propria partecipazione societaria<sup>138</sup>, vi è una netta distinzione

---

<sup>137</sup> In questo modo si conferisce efficacia reale alla clausola di *drag along* inserita nello statuto.

<sup>138</sup> Sul punto, PONTI-PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, 2006, 206: "A differenza della *tag along*, quindi, la clausola di *drag along* presuppone che l'iniziativa della cessione (o quanto meno della negoziazione) dei titoli dipenda dal socio titolare del diritto (di *drag along*), mentre, come abbiamo in precedenza esaminato, il diritto nascente dalla clausola di *tag along* generalmente spetta ai soci che non partecipano alla trattativa, bensì desiderano avvantaggiarsi dei risultati di

fra le condotte che il socio alienante è tenuto a compiere: se nel *tag along* il socio non alienante può solo accodarsi, attraverso un separato contratto di cessione, all'originario contratto di vendita intercorso tra il socio alienante ed il terzo acquirente, nel *drag along*, al contrario, “...il socio di minoranza è direttamente coinvolto nella negoziazione fatta dal socio di maggioranza con il terzo...”, atteso che “...le azioni del socio di minoranza sono incluse nella proposta di vendita fatta dal socio di maggioranza al terzo acquirente, ossia costituiscono parte dell'oggetto di quella proposta...”.<sup>139</sup>

Per le suesposte ragioni, il beneficiario di un diritto di “accodamento” mantiene un margine di discrezionalità, potendo sempre rifiutare l'offerta ricevuta dal terzo acquirente, anche se siano state rispettate le prescrizioni dettate dalla clausola e finanche se le condizioni di acquisto risultino vantaggiose. Nessuna alternativa è invece concessa al socio trascinato nel *drag along*, il quale non potrà opporsi al trasferimento delle proprie partecipazioni, qualora l'operazione sia stata attuata in conformità alle previsioni contenute nella clausola.

#### **5.2.5. La decisione del Tribunale di Milano (ordinanza del 1.4.2008) sulla validità della clausola di *drag along*.**

Visti i numerosi richiami effettuati nei paragrafi precedenti, ma soprattutto le osservazioni compiute in relazione alle tecniche di redazione da seguire per una corretta formulazione di una clausola di

---

*questa*”.

<sup>139</sup> DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2/2009, 164.



*drag along*, sia essa statutaria o parasociale, risulta imprescindibile analizzare la – attualmente- unica pronuncia della giurisprudenza italiana in tema di clausole di covendita e, precisamente, di trascinamento.

Con il provvedimento in esame, il Tribunale di Milano è stato chiamato a pronunciarsi, nell'ambito di un giudizio cautelare, in merito alla validità ed all'efficacia delle c.d. clausole di *drag-along*.

Si tratta di una vicenda in cui il socio di maggioranza di una società per azioni – in possesso del 60% del capitale – iniziava con un terzo soggetto trattative aventi ad oggetto il trasferimento dell'intero capitale sociale, avvalendosi di una clausola di covendita inserita in statuto. Di conseguenza, il socio di maggioranza invitava il socio di minoranza – possessore del 40% delle azioni – o ad esercitare la prelazione (prevista in alternativa alla covendita), ovvero a trasferire la propria partecipazione al terzo acquirente, nei modi ed alle condizioni concordate per il pacchetto di maggioranza.

Il socio di minoranza, tuttavia, sollevava eccezioni sia in merito all'inidoneità della cd. *denuntiatio* (in quanto priva dell'indicazione del terzo acquirente, atteso che quest'ultimo si era impegnato ad acquistare per sé o per persona da nominare), sia relativamente alla stessa validità della clausola di *drag along*.

In pendenza di una decisione arbitrale sulle anzidette questioni, il terzo acquirente si rivolgeva al Tribunale di Milano affinché, ex art.670 c.p.c., provvedesse al sequestro delle azioni di minoranza, affermando di esserne divenuto titolare – a causa del mancato esercizio della prelazione nei termini stabiliti – o, quantomeno, di aver diritto ad una sentenza di

condanna all'esecuzione specifica dell'obbligo di contrarre (ex art. 2932 cod. civ.), qualora il socio di minoranza non avesse provveduto al trasferimento delle azioni.

Al fine di verificare la sussistenza dei presupposti per concedere il sequestro giudiziario, il Tribunale doveva procedere all'esame e alla valutazione di varie questioni giuridiche: validità e conseguente efficacia della clausola di *drag along* inserita in statuto; natura della clausola di *drag-along*; validità ed efficacia della comunicazione dell'offerta, e conseguente idoneità della *denuntiatio* a far decorrere i termini per l'esercizio della prelazione societaria.

Sul primo punto, il Tribunale affrontava il problema della validità della clausola prendendo le mosse dall'interesse che la clausola è volta a perseguire: l'interesse – meritevole di tutela - del socio di maggioranza (trascinatore) a non subire pregiudizi al suo diritto di uscita dalla società (a fronte di un'offerta vantaggiosa di acquisto della totalità delle partecipazioni) a causa di comportamenti opportunistici, ostruzionisti o ricattatori tenuti dal socio di minoranza.

Dopo aver evidenziato come il diritto di co-vendita non costituisca un diritto attribuito ad uno solo degli azionisti ma afferisca alle azioni ed alla quota di maggioranza da chiunque pro tempore detenuta, il Tribunale affermava che per la validità della clausola di *drag along* era, tuttavia, necessaria la previsione di un correttivo che concedesse al socio di minoranza di non essere improvvisamente, coattivamente ed abusivamente estromesso dalla società, e costretto a subire una ingiustificata espropriazione della sua partecipazione.

A tale fine non poteva considerarsi sufficiente l'istituto della prelazione, dovendosi pervenire ad un'equa valorizzazione della partecipazione sociale oggetto di trascinamento.

Come emerge dalle conclusioni rese dal Consiglio notarile di Milano – massima n°88 del 22 novembre 2005<sup>140</sup> - “...la condizione primaria di validità della clausola di drag along è la sua compatibilità con il principio dell'equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dimessa, affinché l'esercizio del diritto di covendita ed il conseguente trasferimento non realizzi in concreto un effetto espropriativo della differenza tra il valore effettivo della partecipazione e il valore convenzionalmente fissato per il suo trasferimento”<sup>141</sup>.

Secondo il giudice milanese, pertanto, il prezzo delle partecipazioni da trasferire in forza del *drag along* dovrebbe corrispondere al valore che al socio sarebbe stato riconosciuto nell'ipotesi di recesso (art. 2437 ter, c. 2 e 4, cod. civ.).

Infatti, così come il legislatore ha previsto un rinvio alle norme sul recesso per determinare il valore di liquidazione della quota del socio estromesso, nel caso di azioni riscattabili (ex art. 2437 sexies cod. civ., per la s.p.a.) e di esclusione (2473 bis c.c., per la s.r.l.), allo stesso modo

---

<sup>140</sup> “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 dimessa”.

<sup>141</sup> Significativi i contributi di DONATI, *Clausola di drag along, equa valorizzazione e tutela del socio di minoranza*, in *Nel Diritto*, 11/2009, e di WEIGMANN, *Clausola statutaria di covendita*, in *Giur.it.*, 2/2009.

il principio di equa valorizzazione della partecipazione del socio minoritario deve essere applicato nell'ipotesi di covendita, laddove si verifica pur sempre la perdita forzata della qualità di socio.

Come detto, dunque, sarebbe inutile prevedere il diritto di prelazione come alternativa all'obbligo di co-vendita, se il valore delle partecipazioni oggetto di trascinamento è rimesso alla determinazione soggettiva ed arbitraria del socio di maggioranza o del terzo acquirente: a giudizio del Tribunale, il fondamento di una siffatta affermazione andrebbe rinvenuto in quell'insieme di norme, anche di rango costituzionale (art. 24 e 42 Cost.), che esprimono il principio della necessità di parametri obiettivi di attribuzione di un valore equo e non arbitrario alla partecipazione sociale, in tutti quei casi in cui "*...un membro del consesso sociale si trovi nella posizione passiva di subire, per iniziativa altrui, la fuoriuscita dalla compagine sociale*"<sup>142</sup>.

Sulla base delle predette considerazioni, risultando assente un meccanismo idoneo a determinare il giusto valore della partecipazione oggetto di trascinamento, veniva dichiarata la nullità della clausola di *drag along*, così come formulata in statuto, per contrarietà ai principi inderogabili del nostro ordinamento giuridico<sup>143</sup>.

---

<sup>142</sup> DI BITONTO, *Clausola statutaria di drag-along: chi era costei?*, in *Le Società*, 11/2008, 1384

<sup>143</sup> In merito, DIVIZIA (*Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2/2009, 173) opera un'interessante riflessione, asserendo che "*allo stato dell'arte, può dirsi che l'equa valorizzazione della partecipazione sociale venga consacrata come principio cardine insito nel nostro ordinamento societario, cui tutte le clausole "aliene" di matrice anglossassone - sovente importate acriticamente negli statuti societari - devono sottostare. Questo principio, quindi, non solo può essere ritrovato in numerose e distinte norme codicistiche ( come gli artt. 2357 cod.*

La seconda questione giuridica affrontata dal Tribunale attiene alla natura giuridica della clausola.

Come già affermato nei paragrafi precedenti, il giudice milanese sposa la tesi, prevalente in dottrina, che qualifica la clausola di *drag along* come opzione di acquisto in favore di terzo sospensivamente condizionata, in cui promittente e stipulante sono rispettivamente il socio trascinato ed il socio trascinatore, ed il cui oggetto è rappresentato dalla partecipazione sociale detenuta dal primo.

Il “terzo” beneficiario risulta essere un soggetto originariamente non determinato: tuttavia, la indeterminatezza originaria del terzo non appare in grado di incidere sulla validità della clausola, posto che il soggetto beneficiario potrà essere facilmente determinato, identificandosi con colui che effettuerà l’offerta di acquisto dell’intera partecipazione. Nello schema dell’opzione *call* in favore di terzo – sostiene il Tribunale - “...trova giustificazione sia il diritto/dovere del socio di maggioranza di procedere alla cessione anche della partecipazione di minoranza, sia la legittimazione attiva di D.F. a pretendere direttamente verso AB l’esecuzione del trasferimento: infatti

---

*civ. (acquisto di azioni proprie), nonché l’art. 2437 ter cod. civ. in relazione all’art. 2437 sexies cod. civ. (riscatto), per le società azionarie (s.p.a. e s.a.p.a.); per la società a responsabilità a limitata, l’art. 2473 cod. civ. correlato all’art. 2473 bis cod. civ. (esclusione), ma essendo diretta conseguenza dei principi costituzionali contenuti negli artt. 24 e 42 Cost., sembra esprimere una linea direttiva che dovrà essere rispettata, non solo nelle ipotesi espressamente previste dal codice civile e dalle leggi speciali, ma ogni qualvolta un membro della compagine sociale si trovi nello stato di soggezione di subire la fuoriuscita dal consesso societario per iniziativa altrui, siano essi soci ovvero terzi (proprio come può avvenire nei meccanismi di drag along e bring along”).*

*essendo l'opzione l'elemento di una fattispecie a formazione progressiva, costituita inizialmente da un accordo avente ad oggetto l'irrevocabilità della proposta cui l'accettazione del promissario si salda perfezionando la fattispecie, D.F. (prospettandosi come terzo beneficiario dell'opzione call che ha accettato la proposta irrevocabile di vendita di AB concessa con l'opzione) sarebbe legittimata ad agire per ottenere l'esecuzione del contratto e il trasferimento delle quote".*

E, nel descrivere la forma di tutela più adatta affinché il terzo possa ottenere l'ingresso nella società, aggiunge che "...scaduto il termine per l'esercizio della prelazione, il socio di minoranza (...) è obbligato "a dar corso a tutti quegli adempimenti che fossero richiesti al fine di consentire al terzo acquirente... di procedere all'acquisto" della sua partecipazione contestualmente all'acquisto della partecipazione di maggioranza. Sicché in ragione del mancato esercizio della prelazione, deve ritenersi sorga in capo al socio di minoranza, quantomeno, un obbligo a contrarre con il terzo acquirente ex art. 2932 cod. civ., un obbligo di prestare, cioè, il consenso necessario al trasferimento della partecipazione di minoranza". Sorgeranno così due posizioni di obbligo: in capo al socio trascinato, quello di cedere la sua partecipazione al terzo acquirente; in capo al socio trascinatore, quello di cedere la sua quota al terzo unitamente a quella del socio trascinato.

Infine, in merito alla validità della *denuntiatio*<sup>144</sup>, va evidenziato che nel caso di specie la comunicazione non era stata effettuata nel

---

<sup>144</sup> Tra gli altri, BONLINI, *La denuntiatio nella prelazione volontaria*, in *Contratto e impresa*, 1993, 106.

rispetto di quanto previsto dallo statuto sociale, che imponeva l'espressa indicazione delle generalità del terzo contraente, atteso che l'offerta era stata fatta per sé o per persona da nominare.

Superato questo aspetto, che si risolve in via immediata, in quanto vi è una previsione testuale, il giudice ha osservato anche che la modalità di attivazione della clausola di prelazione (e di conseguenza la covendita) contrasta profondamente con la *ratio* della stessa clausola di covendita e con l'*"intenzione delle parti che l'hanno negoziata"*. Ha sostenuto, infatti, che *"l'offerta di acquisto di D.F. dell'intera partecipazione per sé o, per, persona da nominare – comunicata tramite la denuntiatio - non è, invero, compatibile con l'esigenza di certezza dell'effettiva terzietà dell'offerente/cessionario delle azioni. Una simile offerta non offre ex ante alcuna garanzia al socio di minoranza del fatto che dietro il terzo non agisca, in realtà, il socio di maggioranza, che in contrasto con il dovere di buona fede e di salvaguardia dell'altrui interesse negoziale, anziché attivare il diritto di trascinamento per non perdere una condizione di realizzo particolarmente vantaggiosa, si serva dello schermo di un terzo per ottenere l'espulsione del socio di minoranza"*.

### **5.3. Bring along.**

Per esigenze di completezza, deve farsi cenno anche a questa ulteriore tipologia di clausola di covendita, che costituisce il rovescio della medaglia delle analizzate clausole di *tag along* e *drag along* (in verità, più di quest'ultima).

Benchè anche la clausola di *bring along*<sup>145</sup> preveda il diritto di trascinare, in una negoziazione sulle proprie partecipazioni, anche quelle degli altri soci, contrariamente alle clausole di *tag along* e di *drag along*, questo diritto viene attribuito esclusivamente al socio di maggioranza, il quale, in caso di cessione del proprio pacchetto, avrà la facoltà di obbligare anche il socio di minoranza a cedere il proprio.

Il ricorso alla clausola *de qua* avviene generalmente nei casi in cui, per particolari disposizioni statutarie o parasociali, la partecipazione di minoranza riveste un certo peso, non dal punto di vista meramente percentuale, ma perché, ad esempio, favorita da facoltà di veto (su alcune delibere assembleari o del C.d.A., ovvero per la nomina di alcuni amministratori, ecc.) o da altre attribuzioni.

In questi casi, i “...*limiti gravanti sulla partecipazione di maggioranza (in conseguenza ai diritti riconosciuti alla minoranza) possono renderla meno appetibile e quindi ridurre i margini di speculazione che normalmente il premio di maggioranza garantirebbe*”<sup>146</sup>.

---

<sup>145</sup> Per completezza, va segnalato che taluni autori fanno riferimento alla clausola di *drag along* intesa come *bring along*. Essa consiste nell’ipotesi sino ad ora denominata *drag along*, normalmente stabilita in favore del socio di minoranza, ma in questo caso il “diritto ad essere trascinato” è attribuito al socio di maggioranza.

<sup>146</sup> PONTI-PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, 2006, 208.



## CAPITOLO II

### LE CLAUSOLE DI COVENDITA E LE SOCIETÀ CHIUSE: INVESTIMENTI SPECIFICI E CONDOTTE OPPORTUNISTICHE DEI SOCI

#### **Introduzione.**

In questo capitolo ci si propone di analizzare in modo più approfondito le clausole di *tag along* e di *drag along*, soprattutto con riferimento alla loro operatività nell'ambito della realtà societaria: come detto, infatti, nell'ultimo decennio si è assistito alla diffusione di queste tipologie di clausole esclusivamente nel diritto delle società e, ancor più precisamente, all'interno degli statuti e dei patti parasociali delle società chiuse<sup>147</sup>.

Dopo aver descritto l'ambito di applicazione delle clausole di covendita (*tag along* e *drag along*), ci si soffermerà sulla capacità delle stesse di fungere da strumenti volti a limitare – se non addirittura ad impedire – ogni condotta opportunistica compiuta da un socio, allorché costui approfitti della debolezza, ovvero della buona fede, dell'altro socio per ottenere vantaggi e profitti ulteriori rispetto a quanto originariamente pattuito nel contratto di società.

---

<sup>147</sup> Le società sono aperte quando fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e sono individuate nelle società a) con azioni quotate in mercati regolamentati b) con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (ad azionariato diffuso). Le Società chiuse (o di base) non fanno mai ricorso al mercato del capitale di rischio. La distinzione comporta che nella società aperta si ha un rafforzamento della tutela dei diritti spettanti alle minoranze e della protezione degli interessi connessi all'appello al pubblico risparmio.

Orbene, il primo carattere che emerge dall'analisi delle clausole di covendita è che esse funzionano come strumenti "anti-opportunismo": infatti, come avremo modo di evidenziare, si tratta di patti che, in principio, sono stati ideati per rispondere ai conflitti di interesse *ex post* tra liquidità e stabilità<sup>148</sup>, costituendo, pertanto, strumenti contrattuali tesi a salvaguardare e proteggere ciascun socio dal comportamento opportunistico di un altro socio, in quelle società nelle quali sono stati realizzati forti investimenti specifici<sup>149</sup>.

Infatti, l'*habitat* naturale delle clausole di covendita si rinviene nelle *joint venture*<sup>150</sup> o nelle operazioni di *venture capital*<sup>151</sup>, nelle quali il livello di questa tipologia di investimenti suole essere elevato.

In secondo luogo, dalla ricorrente conformazione strutturale delle

---

<sup>148</sup> Il conflitto di interessi tra liquidità e stabilità nasce tra coloro che vogliono liquidare la partecipazione, prima di aver raggiunto il livello ottimale di investimento, e coloro che sono intenzionati a restare nella società, nonostante sia stato raggiunto il livello massimo dei profitti ricavabili dall'investimento.

<sup>149</sup> Sulla definizione e sulle caratteristiche degli investimenti specifici ci si soffermerà più approfonditamente nel corso delle trattazioni.

<sup>150</sup> Il contratto di *joint venture* (che letteralmente può essere tradotto come rischio assunto congiuntamente da due o più soggetti) delinea il fenomeno degli accordi temporanei tra imprese, finalizzati alla realizzazione di un lavoro comune, sia essa un'opera ovvero una attività. Nel linguaggio dottrinale e legislativo, la *joint venture* non è altro che l'associazione temporanea di imprese. Si tratta, infatti, di una prassi commerciale che opera specialmente nei mercati internazionali. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2006, 1385; BESSONE, *Istituzioni di diritto privato*, Torino, 50. Ad ogni modo, la *joint venture* può essere basata su accordi di duplice natura, potendosi parlare di *joint venture* contrattuale o societaria. Nel primo caso due società non danno vita ad un nuovo soggetto giuridico poiché raggiungono un accordo che ha l'obiettivo di condividere e gestire in sinergia la medesima un'iniziativa da cui, in ultimo, si otterrà anche la divisione dei profitti. Nel secondo caso, invece, viene dato luogo ad una società mista in cui è predominante il rapporto fra i soci nella definizione degli obiettivi e nella ripartizione degli utili.

<sup>151</sup> Rinvio alla definizione contenuta nel precedente capitolo.

clausole di covendita, non solo a livello di diritto italiano, ma soprattutto europeo ed anglosassone, si evince la loro attitudine ad operare come strumenti di autotutela, che si realizza attraverso l'introduzione, a beneficio del socio che possa risultare vittima di un comportamento opportunistico – generalmente sfociante in una vera e propria espropriazione – di una clausola *put* (nel caso di patti di *tag along*) o di una clausola *call*<sup>152</sup> (nel caso di patti di *drag along*).

Inoltre, questi strumenti possiedono un'ulteriore caratteristica, affine a quella dell'autotutela, ossia l'"auto-eseguibilità" (clausole *self-executing*), atteso che, in linea di principio, non richiedono l'intervento di nessun soggetto terzo per il loro funzionamento e la loro attuazione.

In ultimo, sebbene recentemente la dottrina abbia riscontrato una sorta di trasmigrazione dei patti di covendita dal parasociale al sociale, in virtù di una valutazione compiuta in ordine alla natura delle clausole in esame, va evidenziato come esse costituiscano accordi tipicamente parasociali, nella misura in cui definiscono i rapporti tra i soci – tutti o alcuni di essi – e non la struttura ed il funzionamento dell'organizzazione societaria.

### **1. Ambito di applicazione delle clausole.**

Come già precisato, le clausole di accompagnamento (*tag along*) e

---

<sup>152</sup> Le clausole denominate *call* e *put* non sono altro che patti di opzione, rispettivamente di acquisto e di vendita. Le clausole di *call option* e *put option* sono utilizzate assai comunemente nella pratica societaria e perseguono quale funzione principale quella di *way out*, ossia di consentire al socio l'uscita dalla società. Sulla natura e funzione delle clausole, cfr. PONTI-PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, Milano, 2006, 246 e ss.

quelle di trascinamento (*drag along*) hanno come *habitat* naturale le società chiuse e le operazioni di *joint venture* e di *venture capital*.

Posto che in tali contesti è assolutamente indispensabile attribuire rilevanza alle modalità di *way out* e, comunque, alla salvaguardia degli investimenti compiuti dai partecipanti, le clausole di covendita rivestono sempre maggiore importanza, anche perché la corretta conformazione delle stesse ed il relativo corretto utilizzo sono idonei a determinare la scelta di partecipare o meno ad un progetto comune.

Attraverso la clausola di *tag along* ad uno dei soci si attribuisce il diritto di aderire (“diritto di seguito”) alla vendita che un altro socio realizza con un terzo, riconoscendo, al socio – o ad alcuni di questi – il diritto di cedere l’intera partecipazione posseduta, ovvero una quota della stessa proporzionalmente corrispondente a quella posta in vendita dal socio alienante, alle medesime condizioni da quest’ultimo pattuite con l’acquirente<sup>153</sup>.

La funzione della clausola di *tag along* è duplice: da una parte, consentire a chi sia entrato nel capitale della società in ragione della presenza di un determinato soggetto di uscire dall’investimento, laddove il socio di riferimento decida di vendere<sup>154</sup>; dall’altra, assicurare al socio

---

<sup>153</sup> Vedi anche FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. Comm.*, 5/2009.

<sup>154</sup> In tal senso, PEDERSOLI, *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di BONELLI e JAEGER, Milano, 1993, 238; PICONE, *Contratto di acquisto di partecipazioni azionarie*, Milano, 1995, 153: «...si tratta principalmente di quei casi in cui l’acquisizione di una società viene effettuata, non già da un singolo o acquirente, ma bensì da una «cordata» di acquirenti, ognuno dei quali acquista solo una parte del capitale sociale della società target. Soggetti, pertanto, che per

di minoranza una possibilità di uscita dalla società ottenendo un corrispettivo che gli consenta di incassare anche, *pro quota*, il premio di maggioranza che, altrimenti, sarebbe andato ad esclusivo vantaggio del socio di maggioranza<sup>155</sup>.

Pertanto, una tipica clausola di *tag along* potrebbe essere strutturata nel modo seguente: “il socio A gode del diritto di seguire il socio B in qualsiasi vendita delle proprie partecipazioni societarie, autorizzandolo a vendere al medesimo acquirente una percentuale delle sue partecipazioni nella società equivalente alla percentuale delle partecipazioni vendute dal socio B, negli stessi termini ed alle medesime condizioni”<sup>156</sup>.

Come evidenziato già nel capitolo precedente, la clausola di *tag along* (o diritto di covendita) impone al soggetto aderente, che intenda alienare ad un terzo la propria partecipazione, di procurare agli altri soci beneficiari della clausola, se lo richiedono, l’acquisto da parte del terzo anche delle loro azioni o quote societarie, o al medesimo prezzo stabilito per la propria partecipazione dal socio intenzionato ad alienare a favore del terzo (eventuale) acquirente, ovvero al prezzo determinabile da un

---

*motivi*

*commerciali e/o finanziari, hanno deciso di acquisire insieme la partecipazione della società target, e che, probabilmente, sono intenzionati a rimanere soci della stessa soltanto fino al momento in cui il soggetto più rappresentativo della «cordata» mantenga la propria partecipazione nella società»; PROVERBIO, I patti parasociali, Milano, 2004, 69; MACRÌ, Patti parasociali e attività sociale, Torino, 2007, 48; PANZARINI, Il contratto di opzione, Milano, 2007, 289; DIVIZIA, Clausole statutarie di covendita e Trascinamento, in Notariato, 2, 2009, 158.*

<sup>155</sup> Cfr. FABBRINI, *Op.ult. cit.*

<sup>156</sup> Esempi di clausole di *tag along* sono rinvenibili anche in PONTI-PANELLA, *partecipazioni sociali ingovernabili*, Milano, 2006.

arbitratore<sup>157</sup>. Al contrario, le clausole di *drag along* attribuiscono al socio uscente il diritto a trascinare con sé l'altro socio nella vendita pattuita con un terzo.

Precisamente, l'accordo di *drag along* (o obbligo di covendita) conferisce a ciascuno o ad taluno dei contraenti il potere, nell'eventualità in cui un terzo formuli una proposta di acquisto di una determinata percentuale del capitale sociale, di obbligare gli altri aderenti al patto ad alienare le loro azioni al terzo proponente<sup>158</sup>, consentendo a ciascun soggetto intenzionato ad alienare, anzitutto, di vendere le proprie azioni o quote anche quando il terzo voglia acquisire una partecipazione maggiore rispetto a quella da lui detenuta; e permettendo, inoltre, “*a seconda della percentuale di capitale alienabile mediante il “trascinamento” di altri aderenti, di realizzare la vendita ad un prezzo maggiore (in ipotesi comprensivo del prezzo di maggioranza) rispetto a quello che il singolo aderente otterrebbe alienando isolatamente la sua partecipazione*”<sup>159</sup>.

Ciò posto, un tipico patto di *drag along* è strutturato nel modo che segue: “il socio B ha il diritto di trascinare, nella vendita pattuita con un terzo, gli altri soci, che saranno pertanto obbligati a vendere le proprie partecipazioni nella società al medesimo acquirente e negli stessi termini ed alle medesime condizioni riservate al socio B”.

---

<sup>157</sup> PANZARINI, *Il contratto di opzione*, Milano, 2007, 289.

<sup>158</sup> Cfr. PICCIAU, *Patti parasociali*, in P. MARCHETTI – L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, I, Milano, 1999.

<sup>159</sup> PANZARINI, *Op. ult. cit.*, 290.

## **2. La covendita legata al fenomeno dell'opportunismo.**

Per addentrarci nella materia oggetto del nostro studio, cominciamo con l'espone alcuni esempi di situazioni nelle quali, paradigmaticamente, vengono utilizzate clausole di accompagnamento (*tag along*) e di trascinamento (*drag along*).

a) A, imprenditore farmaceutico, presenta una domanda di autorizzazione per sviluppare una terapia genetica contro il cancro. Affinché il progetto possa raggiungere un risultato soddisfacente, egli necessita di un finanziamento e, a tal fine, si mette in contatto con un socio finanziatore (investitore) B. Il progetto raggiungerà la sua maturità nel giro di cinque anni, momento in cui ci si augura che le autorità sanitarie ne avranno autorizzato la commercializzazione, per cui l'investitore prevede di poter uscire dalla società entro quel termine e di essere sostituito da altri finanziatori che prendano il suo posto.

b) Due imprese automobilistiche, A, impresa europea, e B, impresa nordamericana, costituiscono una *joint venture* in prospettiva di un futuro inserimento di A nella struttura imprenditoriale di B. A attraversa una situazione finanziaria delicata e non sa se nel futuro potrà mantenere una propria indipendenza. In ragione di questa successiva fusione, B comincia ad adattare la propria struttura ed organizzazione alla produzione di A. A possiede l'80% della *joint venture* e B il restante 20%.

In questa situazione, le parti si trovano di fronte ai seguenti rischi: in primo luogo, che A trovi un miglior "pretendente" (C) e

B ostacoli una vendita produttiva ed efficiente per poter ottenere dei benefici maggiori rispetto a quelli che corrisponderebbero alla sua partecipazione nel progetto; in secondo luogo, che A voglia uscire dall'operazione, cedendo la partecipazione ad un terzo (C), così lasciando B "incatenato" in un progetto nel quale perde buona parte delle prospettive di guadagno che avevano motivato la costituzione della *joint venture*.

c) Tre società intraprendono un progetto congiunto per costruire una linea ferroviaria: una società di costruzione di ferrovie (A), una società che fabbrica treni (B) ed una che si occupa di segnaletica (C). Ciò posto, B teme che C esca dal progetto e sostituisca a sé un'altra impresa che si occupa sì di segnaletica stradale ma che, a sua volta, si occupa anche di fabbricazione di treni e, pertanto, è una sua diretta concorrente.

Il suo timore è fondato sul rischio che, in questa situazione, il suo diretto concorrente abbia accesso a determinate informazioni delicate relative alla tecnologia utilizzata nella fabbricazione dei treni ed apportata al progetto. Si intende, perciò, che B nutra un grande interesse a proteggere le suddette informazioni.

d) In una società familiare, già alla quarta generazione, i soci si accordano per vincolare le sorti di tutti i membri della famiglia di fronte al rischio che uno dei soci venda ad un terzo. Da un lato, vi è il rischio che il socio uscente ottenga un utile rilevante a costo della reputazione della famiglia formatasi nel corso di generazioni; dall'altro, vi è l'interesse della famiglia a



preservare l'azienda familiare al suo interno. Con l'intenzione di evitare comportamenti opportunistici (soprattutto quando si siano ridotti quei legami familiari che garantiscono condotte leali e corrette), si incorpora al contratto di società una clausola di accompagnamento, nell'eventualità si decida di vendere le azioni a terzi.

### **3. I conflitti che le clausole di covendita tendono a risolvere.**

Gli esempi appena delineati descrivono tipologie di conflitti che potrebbero venire a determinarsi in seno alle società chiuse, conflitti che potrebbero essere risolti proprio facendo ricorso alle clausole oggetto della nostra analisi.

Tanto premesso, va evidenziato che, rispetto al resto delle società chiuse, quelle in esame possiedono caratteristiche ed elementi comuni, che è necessario approfondire, onde pervenire alla corretta individuazione dei potenziali conflitti che potrebbero insorgere.

In primo luogo, il primo elemento che caratterizza le società indicate in precedenza è l'esistenza di un alto grado di investimenti specifici, ossia quegli investimenti che possiedono un alto valore per i soci inseriti all'interno del progetto comune, ma che, al di fuori di esso, non hanno valore (nella misura in cui non vi sono soggetti terzi disposti a pagare per questi)<sup>160</sup>.

---

<sup>160</sup> Si fornisce un esempio paradigmatico tratto da NICITA - SCOPPA, *Economia dei Contratti*, Carocci, 2005, estratto: "Per illustrare questo caso, consideriamo dapprima il seguente esempio. Immaginiamo di avere due contraenti, Pininfarina (P) e Ford (F), che devono effettuare il seguente contratto. Pininfarina disegna e

Quanto meno specifico è l'investimento, maggiore sarà il valore esterno delle risorse investite<sup>161</sup>.

L'esistenza di investimenti specifici nei progetti di cui ci stiamo occupando risulta evidente: per esempio, in qualsiasi delle *joint venture* che abbiamo preso come modello (cfr. esempi sub *b* e *c*), ciascuna delle parti dovrà uniformare ed adattare le proprie forme di gestione, i processi di produzione, le strategie imprenditoriali, etc., rispetto all'altra parte, affinché il progetto imprenditoriale giunga ad un risultato. Allo stesso modo, nella *venture capital* biotecnologia (cfr. esempio sub *a*), l'esito del progetto esigerà che i soci realizzino forti investimenti in idee, in marketing, in assistenza al *management* o nello sviluppo del prototipo del prodotto, investimenti che hanno valore basso o addirittura nullo al di fuori della produzione specifica. Ebbene, sono precisamente gli investimenti realizzati in questo processo di adattamento alla controparte o nello sviluppo del farmaco che hanno la natura di investimenti "specifici"<sup>162</sup>.

---

*produce la carrozzeria di un nuovo modello di autovettura di cui Ford ha acquistato i diritti di proprietà intellettuale e che intende immettere sul mercato. La 'scocca' della nuova autovettura, una volta prodotta, non è impiegabile in usi alternativi (per altri modelli tradizionali) né da Ford, né tanto meno dai suoi concorrenti nell'industria automobilistica (a meno che Ford non ceda a questi ultimi i diritti di produzione del modello). Ne deriva che la produzione della carrozzeria da parte di Pininfarina si configuri come un investimento specifico".*

<sup>161</sup> La specificità degli investimenti può essere determinata da fattori tecnologici o di altro tipo, che esigono che le risorse si adattino alle particolari necessità della produzione, però può anche essere dovuta alla decisione volontaria delle parti di inserirsi in un rapporto di cooperazione con un alto grado di esclusività, che la renda più preziosa - per essere meno fungibile - rispetto ad altre alternative di collaborazione con terzi.

<sup>162</sup> Oltretutto, in molte di queste ipotesi, tale specificità è, per di più, reciproca e, in questo senso, gli investimenti realizzati sono co-specifici: il loro maggior valore

L'esistenza di investimenti specifici in un determinato rapporto imprenditoriale conduce a domandarci quale debba essere la struttura contrattuale più adeguata in queste ipotesi:

i. la teoria economica ha ben chiaro che la presenza di tali investimenti raccomanda che i soci stringano una relazione duratura<sup>163</sup>, considerato che i contratti a lungo termine tutelano meglio i diritti sugli investimenti delle parti del rapporto e, per questo, incentivano la loro realizzazione. Ciò spiega perché, in questi tipi di contratti, le parti cercheranno di perseguire la stabilità, elevando i costi di uscita dal rapporto<sup>164</sup>.

ii. tuttavia, la sfida più importante è spiegare come ottenere che le risorse vengano impiegate nella maniera più produttiva ed efficiente, sebbene il raggiungimento di un simile risultato è tanto più arduo quanto più specifici siano gli investimenti.

In particolare, la situazione che ci si prospetta è la seguente: generalmente, nel momento della contrattazione ( $t_0$ ), i soci calcoleranno

---

si raggiunge proprio quando sono utilizzati contemporaneamente. Si tratta di cd. investimenti specifici bilaterali. Tornando all'esempio illustrato in una precedente nota, assumendo adesso che Pininfarina e Ford effettuino entrambi investimenti specifici nel senso che la carrozzeria è specifica alle parti meccaniche, ma anche queste sono specifiche alla carrozzeria (in quanto, ad esempio, destinate ad occupare un certo spazio volumetrico). Carrozzeria e parti meccaniche sono complementari, nel particolare senso che ogni automobile ha bisogno di entrambe le componenti, e co-specifiche, nel senso che la particolare automobile oggetto del contratto tra Ford e Pininfarina è il prodotto dell'unione di una *particolare* carrozzeria con un *particolare* insieme di parti meccaniche non facilmente adattabili ad usi alternativi (altri modelli di autovetture). Cfr. NICITA, *Op. ult. cit.*, estr.

<sup>163</sup> WILLIAMSON, *The economic Institutions of capitalism*, New York, 1995.

<sup>164</sup> Tipico caso è il "lock-in", cioè quel vincolo temporale a non alienare le azioni per un certo periodo di tempo.

gli investimenti (e, tra questi, quelli specifici) che sono disposti a compiere nel progetto imprenditoriale e faranno questo calcolo prendendo in considerazione gli utili che sperano di ottenere nel momento in cui si massimizzi il valore della cooperazione (t2). I conflitti sorgono quando qualcuno dei soci decida o di liquidare la propria partecipazione sociale in un momento anteriore a quello ottimale (t1), o di restare ancorato alla società una volta giunto il momento di rendere liquidi gli investimenti compiuti (t2).

Atteso che la caratteristica più rilevante di questi investimenti è che essi hanno valore solo all'interno del progetto e che, addirittura, possono valere più uniti che separati (come visto nel caso di investimenti co-specifici, nota 167), si profila in questi casi un conflitto di interessi *ex post* tra la titolarità di una partecipazione nella società – che il socio può decidere sia di liquidare sia di non vendere –, da una parte, e la liquidità dall'altra<sup>165</sup>.

Ciò significa che, data una situazione di vantaggio, una parte potrà avere maggiori incentivi per liquidare la propria partecipazione sociale, accettando qualsiasi offerta in grado di massimizzare il valore della propria posizione, anche a costo di ledere significativamente l'interesse dell'altro socio.

In secondo luogo, questo tipo di progetti imprenditoriali si caratterizzano per la presenza di un numero ridotto di soci che,

---

<sup>165</sup> Detto conflitto può aggravarsi a seconda del tipo di affare e di attività. Questo è ciò che succede quando si tratta di operazioni ad alto rischio e, pertanto, con la speranza di elevati guadagni.

generalmente, sono soci aventi caratteristiche particolari<sup>166</sup>. Tale circostanza si spiega, precisamente, per i tipi di investimenti realizzati: più specifici sono gli investimenti, maggiore sarà la tendenza a che la proprietà si concentri, altrimenti si aumenta il rischio di perdere il controllo e che, successivamente, si possa modificare il contratto, annullando il valore dei suddetti investimenti<sup>167</sup>.

In terza istanza, va fatto rilevare che gli esempi analizzati si riferiscono e corrispondono alle società cd. a tempo determinato, ossia soggette ad un limite temporale concreto, corrispondente al momento in cui la cooperazione raggiunge il suo massimo valore (t2)<sup>168</sup>.

Questo dato si osserva ed emerge con facilità negli esempi posti in precedenza (cfr. esempi sub *a*, *b* e *c*). Infatti, le *joint venture*, cui corrispondono gli esempi sub *b* e sub *c*, sono tipicamente delle collaborazioni tra due imprese per portare avanti un determinato progetto, cosicché, una volta terminato il progetto, la *joint venture* può considerarsi conclusa<sup>169</sup>.

Qualcosa di simile accade in caso di *venture capital*, come nell'esempio sub *a*, trattandosi di una "società-incubatrice", che si

---

<sup>166</sup> Si pensi agli investitori finanziari istituzionali, quali *venture capitalists*, società di investimento o fondi di *private equity*; ovvero ad investitori industriali.

<sup>167</sup> A questo punto, come già detto in precedenza, va ribadito che trattasi di investimenti specifici e, quindi, con un valore solo all'interno del progetto comune. Di conseguenza, una modifica sopravvenuta (successiva) e non richiesta della struttura della società potrebbe costringere l'uscita del socio investitore, infliggendo una notevole perdita di valore all'investimento.

<sup>168</sup> Si noti che questo progetto temporaneo determina il cd. "*pay off*"<sup>168</sup> delle parti, atteso che gli investimenti saranno liquidabili e daranno i loro profitti solo una volta che il progetto abbia raggiunto la sua maturità (t2).

<sup>169</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad*, in *InDret*, 1/2007, 7.

“liquiderà” nel momento in cui l’impresa (e la corrispondente attività) finanziata abbia raggiunto una sua maturità, così consentendo l’entrata in essa di altri investitori<sup>170</sup>. Ed è proprio perché questi tipi di società svolgono la propria attività in un arco temporale limitato che è logico pensare che il problema principale si profili con riferimento ai diritti di uscita (cd. *exit* o *way out*) in merito a ciascuna delle parti della relazione.

In effetti, tutte queste società hanno tempi di vita molto segnati: vi è un tempo per restarvi ed un tempo per uscirne ed il tempo per rimanere si identifica con il periodo in cui i soci realizzano gli investimenti e questi non sono ancora ammortizzati (nella nostra scansione temporale, ogni momento tra  $t_0$  e  $t_2$ : per esempio  $t_1$ ). Si intende, in tal modo, che in questi casi le vendite delle partecipazioni nel tempo  $t_1$  saranno improduttive, nel senso che distruggono il valore degli investimenti effettuati, mentre quelle nel tempo  $t_2$  saranno fruttuose e produttive, siccome idonee a realizzare un valore<sup>171</sup>.

In ultima istanza, l’elemento comune che rinveniamo negli esempi in precedenza esposti è relativo all’opportunità. Come ha evidenziato la letteratura economica<sup>172</sup>, la presenza di investimenti specifici spalanca

---

<sup>170</sup> Sulla distinzione tra *joint venture* e *venture capital*, si vedano ROBINSON e STUART, *Financial contracting in biotech strategic alliances*, in *Working paper*, 2002, che definiscono le *venture capital* come investimenti in un’impresa e, al contrario, le *joint venture* come più rispondenti al modello di investimento nel progetto sviluppato da un’altra impresa.

<sup>171</sup> Si vedano, *infra*, le riflessioni in merito alla funzione delle clausole di *tag along* e *drag along*, che mirano rispettivamente ad evitare condotte espropriative in caso di vendite improduttive (la prima) e produttive (la seconda).

<sup>172</sup> WILLIAMSON, *The economic Institutions of capitalism*, New York, 1995; GROSSMAN e HART, *The cost of benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration*, in *Journal of Political economy*, 1986.

le porte alla apparizione di fenomeni di tale natura, paventando pericolosi rischi di espropriazione e di *hold-up*<sup>173</sup>, in cui l'opportunismo si manifesta con riferimento alla distribuzione del valore generato dal progetto imprenditoriale. Dunque, per evitare di alterare la distribuzione inizialmente pattuita nel contratto di società, le parti devono evitare a tutti i costi che si alteri anche il suddetto piano temporale.

Come avremo occasione di esporre in maniera più dettagliata, il pericolo della redistribuzione dei profitti può presentarsi in due momenti: il primo, quando uno dei soci decide di uscire anticipatamente dal rapporto, alienando la propria partecipazione ad un potenziale espropriatore, al quale vengono offerti su di un vassoio gli investimenti specifici realizzati dall'altro (rischio di espropriazione); e il secondo, quando, giunti al momento di vendere la società, uno dei soci si rifiuta di uscire e l'altro socio (che è intenzionato a vendere per realizzare i profitti sperati) è disposto ad offrirgli qualsiasi cosa pur di trascinarlo nella vendita (rischio di estorsione o *hold-up*)<sup>174</sup>.

Oltretutto, il timore di atteggiamenti opportunistici presenta anche un altro problema, ancora più grave, di efficienza produttiva.

---

<sup>173</sup> Il problema dell' *hold-up* si verifica nel momento in cui una delle due parti rischia di perdere l'investimento effettuato per quella specifica transazione per colpa di un comportamento opportunistico dell'altra parte in seguito alla transazione. Questo rischio di dipendenza economica *ex-post* (*hold-up*, lett. 'minaccia di rapina') fa sì che il soggetto che effettua investimenti specifici in presenza di contratti incompleti (v. *infra*) si espone, in conseguenza di ciò, al rischio di rinegoziazione o di interruzione della relazione contrattuale. Cfr. NICITA, *Contratti incompleti, in Economia dei contratti*, Roma, 2005, estr. 4.

<sup>174</sup> Chiaramente, l'opportunismo associato all'esistenza di investimenti specifici presenta problemi di efficienza distributiva, ossia di corretta distribuzione degli utili rispetto a quanto pattuito originariamente nel contratto, che è ciò che ha effettivamente spinto i soci ad investire nel progetto.

Infatti, come rilevato dalla letteratura economica, quando un investitore sa in anticipo che *ex post* potrebbe verificarsi una qualsiasi forma di espropriazione, tende a ridurre i suoi livelli di investimento in questo tipo di attività, conducendo, inevitabilmente, al sottoinvestimento<sup>175</sup>, nel senso che operazioni che *ex ante* risultano vantaggiose non vengono effettuate per il timore della parte di venire espropriata.

Salta all'occhio che queste situazioni sono ingestibili ed ingovernabili *ex post*, cioè quando ormai gli investimenti siano già stati compiuti ed il progetto in tutto o in parte realizzato ed è proprio per tali ragioni che i soci che temono di essere espropriati tendano a dotarsi di strumenti contrattuali che permetta loro di proteggere i propri investimenti.

Come avremo occasione di dimostrare, gli accordi oggetto del nostro studio costituiscono la risposta contrattuale a questi problemi, ed offrono soluzioni effettive ed efficaci a questo tipo di conflitti.

#### **4. Descrizione delle clausole.**

Rinviando al capitolo precedente per la specifica trattazione delle clausole di covendita con riferimento alla loro natura giuridica, funzione e struttura, ci si soffermerà sulla finalità che le suddette clausole perseguono in relazione ai conflitti nascenti da condotte opportunistiche e sulla idoneità delle stesse ad incidere efficacemente sulle citate

---

<sup>175</sup> “*Under-investment*”: investimenti compiuti in misura minore rispetto a quanto sarebbe necessario per la riuscita ottimale del progetto.



questioni di efficienza distributiva e produttiva.

#### **4.1 La clausola di accompagnamento o di *tag along*.**

Le clausole di *tag along* vengono utilizzate con il precipuo scopo di neutralizzare gli effetti espropriativi derivanti dalle vendite inefficienti ed improduttive, in relazione al valore complessivo della società. Più semplicemente, l'obiettivo specifico perseguito da queste clausole è di impedire ad uno dei soci di liquidare la propria partecipazione sociale, trasferendola ad un terzo, in modo tale da appropriarsi di una parte dei vantaggi (*surplus*) che non gli spetterebbero in base a quanto originariamente pattuito. Detto ancor meglio: poiché la vendita è effettuata da uno solo dei soci, evitare che costui ottenga ricavi superiori (che in astratto appartengono ad altro o ad altri soci) rispetto a quelli che erano stati pattuiti al momento della costituzione della società.

Poiché la clausola di *tag along* opera generalmente in caso di vendite inefficienti, è il caso di chiarire quali siano i casi in cui un trasferimento di partecipazioni sociali possa ritenersi tali.

La prima circostanza attiene alle vendite in t1, ossia quei trasferimenti effettuati nel momento della cosiddetta "incubazione", quando, per non essere stati gli investimenti ancora ammortizzati, il loro valore complessivo è negativo. La seconda ipotesi è relativa alle vendite compiute in un momento in cui, in astratto, il trasferimento sarebbe conveniente (t2), ma in realtà, non effettuando la vendita congiuntamente, si corre il rischio che il beneficio si riduca, se una delle parti massimizza i propri profitti a costo dei profitti dell'altra parte.

In entrambi i casi la vendita è improduttiva, perché il compratore valuta meno ciò che compra rispetto al venditore, cioè ottiene l'ingresso nella società ad un prezzo minore rispetto al reale valore della stessa, presumibilmente perché è un "migliore espropriatore", essendo in grado di stabilire più correttamente di poter beneficiare in misura maggiore degli investimenti compiuti dalla parte che rimane nella società. In realtà, quando l'opportunistica vende la sua quota, vende anche l'opportunità di espropriare l'altro socio (per esempio, perché consente al subentrante di approfittare della reputazione di quest'ultimo, di accedere ad informazioni private, ecc.) e questo comporta due conseguenze: la prima è che la vendita dell'opportunità di espropriare ha un riflesso sul prezzo, il cd. premio di espropriazione, ossia un valore aggiunto che si inserisce nella complessiva valutazione della società; la seconda è che la vendita da parte dell'opportunistica priva l'altra parte della possibilità di vendere, atteso che quest'ultima rimane anche intrappolata all'interno di una relazione dalla quale difficilmente può uscire (per esempio, perché generalmente non vi sarà nessuno disposto ad acquistare la posizione dell'espropriato, se non ad un prezzo scontato).

Per le esposte motivazioni, il rischio che queste clausole tentano di governare è quello dell'espropriazione attraverso i cd. "*pelotazos*" (letteralmente, pallonate), termine con cui si definisce ogni forma di inadempimento che conduce un soggetto a concludere una relazione con lo specifico proposito di appropriarsi di una parte maggiore di utili che

inizialmente gli sarebbero spettati<sup>176</sup>. Nelle ipotesi analizzate, poiché la fine della relazione si compie attraverso la liquidazione della parte di uno dei soci, sono due le strategie opportunistiche che può seguire il socio alienante: o vende la sua partecipazione sociale e “tira la pallonata” (cioè approfitta e ottiene il *surplus*); o fissa un prezzo per desistere dalla vendita e rinegozia la quota di liquidazione stabilita *ex ante*<sup>177</sup>.

È evidente che entrambe le opzioni sono inefficienti, atteso che il rischio che possa venire alterata *ex post* la distribuzione pattuita disincentiva *ex ante* la contrattazione: ciò, giustamente, rende inefficiente l’investimento ed inutile l’originaria contrattazione.

A questo punto, chiarita la finalità di tali clausole, è utile soffermarsi sull’analisi tanto della loro struttura (*infra a*), tanto del loro funzionamento (*infra b*), nonché dell’attribuzione del diritto nel contratto (*infra c*).

#### **d) La struttura.**

Le clausole di accompagnamento o di *tag along* si compongono, generalmente, di tre parti<sup>178</sup>: una clausola di *tag along* vera e propria

---

<sup>176</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad*, in *InDret*, 1/2007, 9.

<sup>177</sup> Cioè impone un costo per non vendere, in tal modo rideterminando l’originaria distribuzione dei profitti degli investimenti.

<sup>178</sup> Questa tipologia di clausola, strutturata con tre elementi, si rinviene spessissimo nella composizione delle clausole di covendita all’interno degli ordinamenti giuridici europei – soprattutto spagnoli – ed anglosassoni. Nel diritto italiano, dopo un’attenta valutazione di statuti societari e patti parasociali, si evince come le clausole abbiano una struttura più semplice. Spesso, infatti, le opzioni *call* e

---

put costituiscono clausole separate rispetto alla covendita e non, come vedremo, strumenti per la sua attuazione. Quasi mai, inoltre, si riscontrano clausole penali come sanzione per l'inadempimento. A tal proposito, si vedano alcuni esempi di patto parasociale presenti nell'ordinamento italiano:

*“5.2 Vincoli alla circolazione delle azioni sindacate.*

*Il trasferimento a qualunque titolo della titolarità o dell'usufrutto (collettivamente, il “Trasferimento”) delle Azioni (intendendosi per tali anche i diritti di acquisto o sottoscrizione di Azioni di qualsiasi genere) detenute dai Partecipanti (i) agli altri Partecipanti, (ii) ai coniugi dei Partecipanti e (iii) ai parenti dei Partecipanti in primo grado in linea retta è liberamente consentito a condizione che sottoscrivano per accettazione il Patto.*

*In tutti gli altri casi il Trasferimento delle Azioni è soggetto al consenso di tutti i Partecipanti.*

*Il Partecipante che voglia trasferire in tutto o in parte le proprie Azioni dovrà tempestivamente informare dettagliatamente gli altri Partecipanti di tale volontà indicando l'ammontare di azioni offerte e delle condizioni dell'offerta. Ciascun Partecipante che abbia ricevuto la comunicazione di vendita dovrà comunicare per iscritto al potenziale venditore la volontà di manifestare il consenso al Trasferimento, fermo restando che il potenziale venditore dovrà rinunciare al Trasferimento delle proprie Azioni in caso di mancato consenso unanime al Trasferimento.*

*Nel caso in cui i Partecipanti non abbiano manifestato il consenso unanime al Trasferimento, ciascun Partecipante avrà la facoltà di acquistare pro quota le Azioni da Trasferire (il “Diritto di Call”) al prezzo che i Partecipanti sin d'ora convengono di fissare nella misura pari alla media aritmetica dei prezzi ufficiali di Borsa registrati dalle Azioni nei trenta giorni che precedono la data della comunicazione di vendita diminuito del 20%.*

*Nel caso in cui uno, o entrambi gli altri Partecipanti, esercitino il Diritto di Call, il prezzo, come sopra definito, sarà pagato nel termine di ventiquattro mesi dalla data del Trasferimento delle Azioni da Trasferire, restando inteso che per i primi sei mesi non verrà corrisposto alcun interesse e successivamente gli interessi saranno calcolati sulla base del tasso Euribor a tre mesi, più uno spread del 2%.*

*I Partecipanti hanno la facoltà di dare in pegno tutte o parte delle proprie Azioni, a condizione che venga espressamente escluso il diritto di voto a favore del creditore pignoratizio, previa tempestiva comunicazione agli altri Partecipanti di tale volontà.*

*5.3 Rapporti con i soci di minoranza*

*Nel caso in cui i Partecipanti abbiano manifestato il consenso unanime al Trasferimento ad un terzo acquirente di parte delle loro Azioni, le Parti si impegnano a fare tutto quanto possibile affinché a ciascuno dei soci di minoranza alla Data di Sottoscrizione del Patto, L.Q.H. S.A., Tamburi Investment Partners S.p.A. e Claudio Costamagna, sia consentita la possibilità di cedere le proprie azioni pro quota (nelle medesime percentuali cedute dai Partecipanti al terzo*

---

acquirente) alle medesime condizioni per azione pattuite dai Partecipanti (il “Diritto di Covendita”).

I Partecipanti che intendano cedere Azioni della Società ne dovranno dare comunicazione scritta a L.Q.H. S.A., Tamburi Investment Partners S.p.A. e Claudio Costamagna unitamente all’indicazione del nome, o della denominazione, dell’indirizzo, o sede, del terzo acquirente, del numero delle azioni che intendono cedere nonché del loro prezzo e delle modalità di pagamento.

Tale Diritto di Covendita non sussiste (i) nel caso di trasferimento al terzo acquirente di un numero di Azioni dei Partecipanti tale per cui i Partecipanti rimangano titolari di una partecipazione complessivamente non inferiore al 40% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto e (ii) in caso di Trasferimento delle Azioni dai Partecipanti (a) agli altri Partecipanti, (b) ai coniugi dei Partecipanti e (c) ai parenti dei Partecipanti in primo grado in linea retta. Il Diritto di Covendita di cui al presente punto potrà essere esercitato solo nel caso in cui il terzo acquirente, a seguito dell’acquisto delle Azioni dei Partecipanti e di L.Q.H. S.A., Tamburi Investment Partners S.p.A. e Claudio Costamagna, venga a detenere una partecipazione del capitale della Società inferiore alla soglia prevista dalla legge per l’applicazione della normativa in materia di offerta pubblica di acquisto obbligatoria.

Ai sensi del Patto, qualora il terzo acquirente non fosse interessato all’acquisto di tutte le azioni offerte dai soci di minoranza (L.Q.H. S.A., Tamburi Investment Partners S.p.A. e Claudio Costamagna) che abbiano esercitato il Diritto di Covendita, nessuno dei Partecipanti potrà procedere alla vendita.

Ai sensi del Patto ciascun Partecipante si asterrà dallo stipulare o aderire a patti parasociali - nel senso indicato dall’art. 122 del D. Lgs. 58/1998 - con soggetti terzi senza il previo accordo di tutti gli altri Partecipanti”.

Si veda anche il seguente estratto di patto parasociale relativo al trasferimento delle partecipazioni:

“8. Qualora CSFBi intendesse trasferire definitivamente (“Trasferimento”) il Lotto BNL in tutto o in parte e/o i diritti di opzione relativi allo stesso in caso di aumento del capitale sociale (da ritenersi inclusi ai fini del disposto del presente articolo nel termine Lotto BNL), cedendo contestualmente l’Accordo di Put e Call (come di seguito definito), CSFBi dovrà preventivamente offrire le azioni del Lotto BNL in prelazione a Unipol. Unipol avrà diritto di esercitare la prelazione a condizione che abbia per oggetto la totalità delle azioni costituenti il Lotto BNL che si intendono trasferire. Il diritto di prelazione di cui sopra potrà essere esercitato da Unipol nel termine, stabilito a pena di decadenza, di 15 (quindici) giorni dal ricevimento dell’offerta in prelazione. Qualora Unipol non eserciti il proprio diritto di prelazione entro il termine indicato, CSFBi potrà trasferire le azioni costituenti il Lotto BNL oggetto di prelazione al terzo acquirente, alle condizioni indicate nell’offerta in prelazione, entro 90 (novanta) giorni dalla scadenza del termine di 15 (giorni) dianzi indicato. Ove tale Trasferimento non si verifichi entro il suddetto termine, CSFBi dovrà nuovamente conformarsi alle disposizioni regolanti il diritto

---

di prelazione a favore di Unipol. I Partecipanti hanno altresì previsto

che: (i) CSFBi non potrà effettuare alcun Trasferimento delle azioni costituenti il Lotto BNL oggetto di prelazione se non a fronte di un corrispettivo in denaro; (ii) il diritto di prelazione a favore di Unipol non troverà applicazione: (A) nel caso di esercizio del diritto di covendita, come in precedenza descritto; (B) nel caso di trasferimento di azioni del Lotto BNL senza contestuale cessione dell'Accordo di Put e Call; (C) con riferimento ad ogni atto od operazione compiuti da CSFBi che non determini la vendita definitiva delle azioni costituenti il Lotto BNL (inclusi, senza limitazioni, repos, prestiti titoli, pegni e ogni altra operazione, inclusi total return swaps e altre operazioni su derivati, che, considerata nel suo insieme non determini il trasferimento definitivo del Lotto BNL).”

Si consideri ancora una clausola statutaria di tag along, denominata “diritto di seguito”:

#### *“9.3 - Diritto di seguito*

*Decorso il periodo di cui al precedente paragrafo 9.1, nel caso in cui uno (o anche più soci congiuntamente) (il "Socio Venditore") intendesse procedere alla vendita, anche mediante più transazioni, di una Partecipazione rappresentante più della metà del capitale sociale, il Socio Venditore dovrà procurare che l'acquirente delle sue azioni o il medesimo Socio Venditore o altro soggetto (di seguito tutti definiti "Acquirente") offra di acquistare, contestualmente e subordinatamente all'acquisto delle Partecipazioni del Socio Venditore, anche le Partecipazioni (le "Partecipazioni Interessate") degli altri soci (i "Soci Rilevanti"), in misura proporzionale all'entità delle Partecipazioni oggetto di vendita da parte del Socio Venditore (così per esempio se il Socio Venditore vendesse una Partecipazione pari al 10% della propria Partecipazione complessiva, i Soci Rilevanti avranno il diritto di vendere una Partecipazione che rappresenti il 10% della Partecipazione da ciascuno degli stessi detenuta) ad un prezzo proporzionalmente pari a quello pagato dall'acquirente al Socio Venditore ed alle medesime condizioni (ivi compresi i termini di pagamento del prezzo e le eventuali dichiarazioni e garanzie a favore del terzo acquirente, che saranno rese pro quota anche dai Soci Rilevanti). Il diritto di covendita di cui al presente paragrafo 9.3 non spetterà al soci che vi abbiano rinunciato per iscritto.*

*Il diritto di covendita di cui al presente paragrafo 9.3 potrà essere esercitato dal Soci Rilevanti solo con riferimento a tutte e non solo a una parte delle Partecipazioni Interessate.*

*Si applicheranno le seguenti previsioni:*

*(a) il Socio Venditore comunicherà per iscritto ai Soci Rilevanti la propria intenzione di procedere alla vendita di Partecipazioni della Società indicando il numero di azioni, il nome dell'acquirente ed i principali termini; e condizioni della prospettata vendita (compreso il prezzo); il Socio Venditore, dopo la comunicazione ai Soci Rilevanti, dovrà depositare copia della stessa presso la sede sociale con le relative ricevute di ritorno;*

*(b) nel caso in cui la cessione della maggioranza del capitale sociale*

---

avvenga mediante più transazioni con il medesimo acquirente, o soggetti da questo controllati, o suoi fiduciari, il prezzo sarà determinato dalla somma di tutti i prezzi delle Partecipazioni vendute a tale soggetto;

(c) ogni Socio Rilevante, una volta ricevuta la comunicazione di cui al precedente punto (a), dovrà comunicare per iscritto al Socio Venditore, entro e non oltre 15 giorni dalla ricezione della predetta comunicazione, l'intenzione di vendere le proprie Partecipazioni Interessate;

(d) scaduto il suddetto termine di 15 giorni, il Socio Venditore, nel caso in cui intenda ancora procedere alla vendita, comunicherà ai Soci Qualificati, che non abbiano esercitato il diritto di covendita, il Trasferimento delle sue Partecipazioni secondo quanto previsto dal paragrafo 9.2 in tema di prelazione, ed avrà quindi inizio la procedura per l'esercizio del diritto di prelazione da parte di detti Soci Qualificati, restando inteso che nell'offerta in prelazione saranno incluse anche le azioni dei Soci Rilevanti che abbiano manifestato al Socio Venditore l'intenzione di esercitare il diritto di covendita ai sensi del precedente punto (c);

(e) qualsiasi Socio Rilevante al quale sia stato notificato il proprio diritto di partecipare ad una vendita di Partecipazioni della Società ai sensi del punto (a) che precede e che non abbia dichiarato la propria intenzione di esercitare il diritto di covendita entro il periodo di tempo indicato al punto (c) che precede, si intenderà decaduto da tale diritto di covendita e qualsiasi Socio Rilevante che abbia dichiarato la propria intenzione di esercitare il diritto di covendita di cui al presente paragrafo 9.3 si intenderà decaduto dal diritto di prelazione di cui al precedente paragrafo 9.2;

(f) la vendita delle Partecipazioni del Socio Venditore al terzo acquirente ovvero al socio che abbia esercitato il diritto di prelazione, dovrà essere perfezionata entro e non oltre 45 (quarantacinque) giorni dalla data in cui sarà terminata la procedura per l'esercizio del diritto di prelazione; le Partecipazioni Interessate dei Soci Rilevanti che abbiano esercitato il diritto di covendita saranno cedute all'Acquirente contestualmente alla vendita delle Partecipazioni del Socio Venditore, sempre che quest'ultima abbia effettivamente luogo, allo stesso prezzo unitario e alle stesse condizioni; nel caso in cui la cessione delle Partecipazioni del Socio Venditore non abbia luogo nel suddetto termine di 45 (quarantacinque) giorni le comunicazioni di cui ai precedenti punti (a) e (c) resteranno prive di effetto e il Socio Venditore che volesse procedere successivamente alla vendita delle sue azioni dovrà attivare nuovamente la procedura sopra descritta;

(g) qualsiasi Socio Rilevante al quale sia stato debitamente notificato il proprio diritto di partecipare ad una vendita di Partecipazioni ai sensi del presente paragrafo 9.3 e che non abbia esercitato il diritto di covendita, si intenderà decaduto da tale diritto soltanto con riguardo alla prospettata vendita così notificata, ma senza alcun pregiudizio del diritto di esercitare il proprio eventuale diritto di covendita con riferimento a qualsiasi successiva vendita di Partecipazioni;

(h) il diritto di covendita previsto dal presente paragrafo 9.3 non si applica alle vendite di Partecipazioni effettuate in conseguenza dell'escussione di un diritto di

(*infra* i), un *put* o opzione di vendita (*infra* ii) e una sanzione (una penale) (*infra* c).

i. Il primo elemento di questi patti è la clausola di *tag along* in senso stretto, che attribuisce al socio che rischia di essere espropriato il diritto di accordarsi alla vendita programmata dall'altro socio. A tal fine, il socio che pretende di vendere è tenuto a comunicare la volontà di vendere all'altro socio, così consentendogli di aderire all'operazione, in questo modo obbligando il socio venditore a negoziare il trasferimento anche per l'altro socio, ossia ad ottenere dall'acquirente l'impegno ad acquistare le partecipazioni sociali di entrambi: in linee generali, si tratta di fare in modo che una vendita della quota per il controllo della società - normalmente maggioritaria - si converta in una vendita del 100%.

ii. Allo scopo di garantire l'adempimento del diritto di accordamento e far operare il meccanismo dell'autotutela, i patti di covendita sono soliti comprendere, oltre alla clausola di *tag along*, un *put* o opzione di vendita in senso stretto<sup>179</sup>.

---

pegno da parte di un soggetto che vanta tale diritto di pegno sulle azioni medesime.”.

<sup>179</sup> Esempio di clausola di covendita con relativa opzione *put*:

“6. *Diritto di co-vendita*

*Nel caso di trasferimenti di Azioni in Vendita effettuati con modalità diverse dalla vendita sul mercato telematico, ciascuna Parte non-Cedente diversa dall'Ente CRF che abbia ricevuto una Comunicazione di Trasferimento da parte dell'Ente CRF avrà il diritto di chiedere all'Ente CRF di far sì che alle Azioni in Vendita trasferite al Terzo Acquirente ai sensi della Comunicazione di Trasferimento sia aggiunto: (i) un quantitativo di azioni pari a una percentuale di proprie azioni equivalente alla percentuale rappresentata dalle Azioni in Vendita rispetto alla partecipazione complessivamente detenuta dall'Ente CRF nel capitale della Società; ovvero, (ii) qualora in conseguenza del trasferimento delle Azioni in Vendita da parte dell'Ente CRF, il Terzo Acquirente acquisisca il controllo della Società, tutte*



Essendo strumenti di tutela potenzialmente idonei ad operare come mezzi di coercizione indiretta, dette clausole operano solo quando uno dei soci non rispetta l'obbligo di vendere anche la parte dell'altro socio: ad esempio, se A ha venduto la sua parte a C senza considerare B, B avrà diritto di vendere la sua quota ad A oppure, se diversamente disposto, A rimarrà obbligato ad acquistare la parte di B.

In questo modo viene frustrata la condotta opportunistica di A, posto che, se ciò che pretende è uscire da solo dalla società, è invece tenuto a rimanerci: in un ipotetico dialogo, B dice ad A “o mi porti con te o resti nella società”<sup>180</sup>.

iii. Oltre alla clausola di *tag along* ed al *put*, i patti di covendita possono contenere la previsione di una sanzione, che operi analogamente

---

*le azioni detenute dalla Parte non-Cedente (le azioni trasferite, complessivamente, “Azioni Co-vendute”).*

*Qualora una o più Parti non-Cedenti abbiano validamente e tempestivamente esercitato il diritto di covendita, la Parte Cedente sarà obbligata a far sì che nel trasferimento delle Azioni in Vendita al Terzo Acquirente siano incluse, alle medesime Condizioni di Trasferimento, anche le Azioni Co-vendute. Qualora, viceversa, abbia luogo il trasferimento delle Azioni in Vendita al Terzo Acquirente senza il contestuale perfezionamento del trasferimento delle Azioni Co-vendute a causa di un inadempimento della Parte Cedente, le Parti non-Cedenti avranno un diritto di opzione put per il trasferimento alla Parte Cedente di un quantitativo di azioni pari a non più delle Azioni Co-vendute; il tutto a fronte di un corrispettivo pari a quello indicato nella Comunicazione di Trasferimento. Qualora, infine, la Parte Cedente sia impossibilitata ad acquistare le azioni oggetto di put per mancanza delle necessarie autorizzazioni da parte delle autorità competenti, ivi inclusa la Banca d'Italia, ciascuna Parte non-Cedente sarà libera di trasferire le suddette azioni sul mercato telematico in qualsiasi momento, e anche in più fasi, salvo trovare applicazione un meccanismo di cash settlement per compensare eventuali plusvalenze o minusvalenze realizzate dalle Parti non-Cedenti in relazione al trasferimento sul mercato di tali azioni oggetto di put, rispetto a un loro trasferimento al Terzo Acquirente sulla base delle Condizioni di Trasferimento.”*

<sup>180</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 10.

ad una clausola penale<sup>181</sup> (cd. *put* con premio).

A differenza di quanto accade in relazione agli elementi precedentemente descritti, la previsione nel patto di un meccanismo sanzionatorio è eventuale ed è volta a rendere ancora più oneroso, se possibile, il comportamento opportunistico di A, imponendogli di acquistare la partecipazione di B nella società ad un prezzo superiore rispetto a quello pagato da C per comprare la sua parte<sup>182</sup>.

---

<sup>181</sup> Dal tenore della clausola qui di seguito riportata si evince la mancata previsione di sanzioni in caso di inadempimento del patto di *tag along*:

*4.9. Opzione di Seguito: fermo restando quanto indicato al precedente punto 4.5., nel caso in cui Acquablu intendesse trasferire ad un terzo/i, in tutto o in parte, Azioni Sindacate, Venfin avrà il diritto di chiedere di partecipare al trasferimento, pro quota (intendendosi per pro quota la cessione da parte di Venfin di una percentuale delle proprie Azioni Sindacate detenute a tale data uguale alla percentuale di Azioni Sindacate cedute da LM ETVE rispetto a quelle detenute dalla stessa LM ETVE a tale momento) ed alle medesime condizioni.*

*4.10 Modalità di esercizio dell'Opzione di Seguito: nell'ipotesi in cui Acquablu intenda trasferire ad un terzo un numero di Azioni Sindacate superiore al 5% su base annua del capitale sociale di SOPAF riveniente dalla Fusione, Acquablu dovrà preventivamente comunicare a Venfin tale sua intenzione indicando le condizioni di vendita ("Comunicazione Acquablu"). Entro il termine di decadenza di 15 (quindici) giorni lavorativi dal ricevimento della Comunicazione Acquablu, Venfin dovrà comunicare ad Acquablu l'intenzione di esercitare l'Opzione di Seguito impegnandosi in tal modo irrevocabilmente a vendere le Azioni Sindacate determinate ai sensi del precedente punto 4.9.*

*4.11 Mancato esercizio dell'Opzione di Seguito: nel caso in cui l'Opzione di Seguito di cui al precedente punto 4.10 non sia stata validamente esercitata da Venfin entro il termine previsto, Acquablu potrà trasferire le proprie Azioni Sindacate alle condizioni indicate nella Comunicazione Acquablu, purché tale trasferimento sia effettuato entro 180 giorni dalla scadenza del termine per l'esercizio dell'Opzione di Seguito.*

*5. Organi del Patto Parasociale Condizionato*

*Nessun organo è previsto dal Patto Parasociale Condizionato.*

*6. Penali*

*Nessuna penale è prevista per il mancato adempimento degli obblighi derivanti dal Patto Parasociale Condizionato.*

<sup>182</sup> Per un'analisi approfondita della natura giuridica e della funzione della

**e) Il funzionamento.**

Il funzionamento di questi tre elementi può così essere spiegato: “o vendi la tua parte unitamente alla mia parte, oppure resti nella società, penalizzato”.

Attraverso questi patti le parti vincolano le proprie sorti sia per restare nella società sia per uscirne, dotandosi di strumenti specifici al fine di assicurarsi che ciò avvenga realmente, per cui graficamente la clausola di *tag along* può essere rappresentata come un “catenaccio” che impedisce l’uscita isolata di qualsiasi socio dalla società e obbliga alla disposizione unitaria e congiunta del progetto imprenditoriale<sup>183</sup>, ancorché questo “catenaccio” operi in maniera diversa a seconda che ci si trovi nella situazione indicata con t1 (ossia in una fase di cd. “incubazione”) o in quella indicata con t2 (nella quale, astrattamente, l’investimento iniziale dovrebbe aver condotto ad un profitto o, quantomeno, dovrebbe essere stato ammortizzato).

i. in t1, i patti di *tag along* hanno come effetto quello di stabilizzare la relazione tra i soci, visto che questi accordi rivestono la funzione di bloccare le vendite improduttive a favore di un soggetto espropriatore.

Questa appena descritta, tuttavia, non è altro che la logica

---

clausola penale si rinvia a DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2003, pg. 61-63.

<sup>183</sup> Si noti che normalmente, nelle società chiuse, l’effetto catenaccio è visto come qualcosa da evitare, poiché impedisce la libera circolazione delle azioni e quindi la libera uscita dalla società. Per tale motivo, si cercano meccanismi per evitarlo. Al contrario, nei casi in esame, si tratta di un effetto che i soci vogliono che si attui.

conseguenza del funzionamento della clausola. Per evitare di incorrere nella sanzione prevista nel patto (per esempio il *put* o il *put* con premio/sanzione), se uno dei soci ha intenzione di lasciare la società ha due possibilità: o vendere in  $t_1$  ad un soggetto non espropriatore (cioè che non intenda attuare condotte espropriative) e, quindi, l'altro socio non farà operare la clausola (*rectius* il patto); oppure restare nella società, lasciando intatta la relazione con l'altro socio, fino a quando gli investimenti non saranno ammortizzati (cioè fino a  $t_2$ ).

Ma siccome non è molto probabile riuscire a trovare un soggetto non espropriatore, che sia quindi disposto a pagare il prezzo per gli investimenti compiuti dal socio soggetto ad espropriazione, in un momento in cui il progetto non sia ancora giunto a maturità ( $t_1$ ), è più verosimile che il socio che abbia la tentazione di vendere al terzo espropriatore si determini a restare nella società fino a quando la vendita non divenga produttiva per ambo i soci.

ii. La logica del funzionamento di questi patti cambia in  $t_2$ .

In questo contesto, il patto di *tag along* ha l'effetto di favorire la cooperazione nella liquidazione, cercando di impedire la "corsa" tra i soci ad essere il primo a vendere e ad appropriarsi, in tal modo, di un profitto maggiore rispetto a quello che otterrebbe vendendo la propria partecipazione unitamente a quella dell'altro socio.

Così, esemplificando, immaginiamo che A e B possano ottenere in  $t_2$  un guadagno pari a 2000, se vendono congiuntamente la società (1000 per ciascuno). Se A può ottenere in questo stesso momento un guadagno di  $1000 + x$ , vendendo autonomamente la propria partecipazione, è

evidente che il guadagno di A corrisponde al pregiudizio di B (perché x corrisponde al cd. premio di espropriazione). Per evitare la sanzione che gli deriverebbe dalla vendita ad un terzo espropriatore, A ha nuovamente due possibilità: o anticipa la vendita e vende la sua parte ad un non espropriatore; o vende insieme all'altro socio per massimizzare il profitto collettivo.

Nuovamente, in questo caso, il socio opportunistista preferirà vendere contemporaneamente (co-vendere), perché la massimizzazione dei profitti si ottiene solo quando la vendita è congiunta. Al contrario, quando non effettua la covendita e vende ad un terzo non espropriatore, lo farà con uno sconto (cioè una diminuzione di prezzo; per esempio, quello che applica il compratore per acquisire solo una parte della società).

In tal caso, presumibilmente, la operazione non interesserà al venditore, poiché non potrà ottenere il *surplus* che rappresenta il premio di espropriazione<sup>184</sup>.

#### **f) Attribuzione del diritto.**

Una volta analizzati la struttura ed il funzionamento di questi accordi, la successiva questione che dobbiamo chiarire è relativa alla attribuzione del diritto di aderire alla vendita: in parole povere, a quale dei soci risulta efficiente attribuire nel contratto il diritto di *tag along* ed il corrispondente *put*?

La risposta è semplice: la clausola di *tag along* ha senso se viene

---

<sup>184</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 11.

pattuita nei confronti di quei soci che abbiano il potere di vendere, poiché solo in tal modo possono trarsi le conseguenze positive derivanti dal patto. Ciò posto, tuttavia, è necessario stabilire i criteri per determinare quale sia il soggetto titolare del potere di vendita: il primo criterio dovrebbe riferirsi alla quota di proprietà posseduta dal socio (cfr. *infra* i); il secondo, alla specificità dell'investimento (*infra* ii).

i. In genere, chi ha il potere di vendere la società ad un terzo espropriatore è colui che possiede il controllo della società, poiché, logicamente, l'espropriatore sarà interessato solo all'acquisto della partecipazione di controllo e, di conseguenza, il socio minoritario è candidato ad essere espropriato ed a dover difendersi dal socio maggioritario mediante una clausola di *tag along*.

In virtù di una tale impostazione, quando la partecipazione è paritetica (per esempio, 50-50 o 25-25-25-25, etc.), nessuno dei soci monopolizza il potere di vendita e, pertanto, ognuno può essere *ex ante* espropriatore o espropriato, cosicché i diritti derivanti dalla clausola di *tag along* saranno attribuiti a tutti.

ii. Al di fuori delle logiche della proprietà<sup>185</sup>, anche il socio di minoranza potrebbe avere il potere di vendere ad un espropriatore. Tali ipotesi sono più particolari e sono solite manifestarsi quando concorrono due circostanze: la prima, che gli investimenti del socio di minoranza siano liquidi (rispetto a quelli più specifici del maggioritario), e ciò gli attribuisce una maggiore libertà di abbandonare il progetto; la seconda, che il socio minoritario voglia disinvestire per ottenere liquidità e

---

<sup>185</sup> Quindi inerenti alla quota di proprietà ed alla posizione di controllo.

reinvestire in un progetto che gli risulti più produttivo, situazione questa non poco frequente nei mercati tecnologici.

In tali situazioni, il socio che esce dalla società vende ad un costo inferiore, tuttavia sufficiente a consentire la possibilità di reinvestimento e, contemporaneamente, il compratore, a sua volta, fa un affare. Ebbene, questo compratore a prezzi scontati sarà probabilmente un espropriatore, la cui strategia sarà quella di sotto-investire<sup>186</sup> e nel contempo appropriarsi dei vantaggi determinati anche in virtù degli investimenti dell'altro socio<sup>187</sup> (in questo caso, maggioritario). In tale circostanza, emerge che anche queste vendite possono considerarsi ugualmente improduttive ed inefficienti.

#### **4.2 La clausola di trascinamento o di *drag along*.**

La differenza sostanziale che intercorre tra le finalità perseguite dalle clausole di *tag along* e quelle di *drag along* è che queste ultime non regolamentano la situazione di pericolo che può venire a prodursi nel caso di vendite inefficienti, bensì servono a combattere il rischio di espropriazioni nel caso di vendite efficienti e produttive.

Va precisato che quando parliamo di “vendite” ci riferiamo a qualsiasi operazione che consenta di trasferire la società ad un terzo, sia mediante un accordo privato di acquisto (per esempio, una fusione), sia in forma pubblica (quotazione in borsa). Quando le qualificiamo “efficienti”, ci riferiamo a quelle vendite che generano un valore come

---

<sup>186</sup> “*Underinvestment*” di cui si è parlato in precedenza.

<sup>187</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 12.

risultato della transazione, ad esempio perché sono idonee a produrre profitti ed utili.

Queste clausole non operano nelle ipotesi di vendite inefficienti, ossia in quelle operazioni nelle quali si ridistribuisce il valore (per esempio, perché si vende la società ad un espropriatore che paga un premio per acquisirne il controllo), poiché, in questi casi, l'interesse del socio (generalmente di minoranza) è di uscire quanto prima dalla società per evitare questa perdita. È normale, infatti, che, per tutelare i propri interessi, il socio di minoranza abbia inserito nel contratto una clausola di *tag along* che gli permetta di uscire dalla società unitamente all'altro socio, quando costui si avventuri in una transazione inefficiente. Di contro, il rischio che le clausole di *drag along* tentano di scongiurare è quello del cd. "*free riding*", che si verifica allorquando, giunto al momento di vendere, uno dei soci resti nella società per appropriarsi dell'incremento di valore che potrebbe generare l'ingresso del nuovo socio.

Immaginiamo che A e B sono soci di una società nella quale A ha l'80% delle azioni e B il 20%. A valuta 1000 la società, perché questo è il valore che, come "*insider*" (ossia come soggetto che conosce dall'interno tutte le vicende), le attribuisce. A sua volta un terzo (C) valuta la società 1200, che è il valore che spera di ottenere con una migliore gestione.

In questa situazione è evidente che l'impresa finirà nelle mani di C ad un prezzo intermedio tra 1000 e 1200 (per esempio, 1100). Se l'impresa venisse venduta a 1100, questo valore si ripartirebbe tra A e B



conformemente a quanto pattuito nel contratto di società: A otterrebbe l'80% di 1100 (880) e B il 20% di 1100 (220). Tuttavia, in questa situazione, il socio minoritario potrebbe anticipare la valutazione compiuta da C (1200) e scegliere di rimanere nella società, per appropriarsi di una parte del surplus che C spera di generare (cd. *free-riding*).

Così, dopo l'entrata di C nella società, B potrà vendere la sua partecipazione ad un terzo ad un valore di 240 ( $1200 \times 20 / 100$ ) o comunque superiore all'iniziale 220.

Poiché il problema del *free-riding* si presenta in un ambito in cui è eventualmente attuabile una rinegoziazione nella distribuzione dei ricavi, in realtà diventano due le strategie opportunistiche che il socio potrebbe attuare: la prima, restare dentro la società ed appropriarsi della parte del *surplus* che, eventualmente, dovesse generarsi attraverso l'ingresso del compratore; e la seconda, costringere, attraverso una manovra propriamente estorsiva, il socio che ha il potere di vendita a ridistribuire la quota di liquidazione previamente pattuita.

Come accadeva con riferimento alla clausola di *tag along*, la situazione descritta è manifestamente inefficiente. Da un lato, se l'altro socio cedesse all'estorsione, si altererebbe ingiustificatamente la distribuzione pattuita *ex ante* (e ciò è assolutamente rilevante nella misura in cui – beninteso, è ciò che avviene nella realtà – influisce sugli incentivi iniziali ad investire); dall'altro lato, se non si piegasse all'estorsione ed infine vendesse solo la sua parte, è presumibile che il compratore diminuirebbe il prezzo di acquisto in base al valore che

l'opportunista pretende di ottenere restando nella società.

Nei casi più estremi, infatti, la diminuzione assume un tale peso da frustrare una operazione produttiva, e ciò sarebbe socialmente riprovevole, ma è proprio l'interesse ad evitare che si frustri l'intera operazione che porta il socio-venditore a rinegoziare. In questo processo, il socio opportunista negozierà fino ad ottenere un valore intermedio tra quello corrispondente alla sua attuale quota di liquidazione ( $V1=220$ ) ed il valore che spera di trarre dalla società nel futuro ( $V2= 240$ )<sup>188</sup>.

Come è accaduto per il *tag along*, una volta spiegato lo scopo delle clausole poc'anzi esaminate, soffermiamoci sull'analisi della loro struttura (*infra a*) e del funzionamento (*infra b*) delle clausole di *drag along*, unitamente all'attribuzione del diritto di trascinarsi all'interno del contratto (*infra c*).

#### **a) La struttura.**

I patti di covendita, come accordi di trascinarsi o di *drag along*, si compongono, in astratto, di tre elementi<sup>189</sup>: una clausola di *drag along*

---

<sup>188</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 13.

<sup>189</sup> Questa tipologia di clausola, strutturata con tre elementi, si rinviene spessissimo nella composizione delle clausole di covendita all'interno degli ordinamenti giuridici europei – soprattutto spagnoli – ed anglosassoni. Nel diritto italiano, dopo un'attenta valutazione di statuti societari e patti parasociali, si evince come le clausole abbiano una struttura più semplice. Spesso, infatti, le opzioni *call* e *put* costituiscono clausole separate rispetto alla covendita e non, come vedremo, strumenti per la sua attuazione. Quasi mai, inoltre, si riscontrano clausole penali come sanzione per l'inadempimento.

A tal proposito, si veda un esempio di patto parasociale dell'ordinamento italiano:

f) *Diritto e obbligo di covendita. In caso di cessione a terzi (ossia a soggetti diversi dalle Parti Sindacate, da ascendenti e discendenti fino al secondo grado*

---

delle stesse o di società dalle stesse controllate ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 1 del Codice Civile, i "Terzi") di un numero di azioni MRI che rappresenti la maggioranza assoluta del suo capitale sociale, la Convenzione sancisce il diritto delle altre Parti Sindacate di partecipare alla cessione, vendendo le azioni da esse detenute in MRI ai medesimi Terzi, nelle medesime proporzioni e ai medesimi termini e condizioni pattuiti dalle Parte Sindacate che intendano cedere il pacchetto di maggioranza. Analogamente, in caso di cessione a Terzi di un numero di azioni MRI che rappresenti la maggioranza assoluta del capitale sociale dell'Emittente, le Parti Sindacate titolari della partecipazione di maggioranza posta in vendita, avranno il diritto di forzare la vendita delle azioni detenute dalle altre Parti Sindacate, le quali saranno pertanto obbligate a cedere le proprie partecipazioni nell'Emittente ai medesimi terzi e ai medesimi termini e condizioni previsti per il pacchetto di maggioranza. Tali disposizioni non trovano applicazione nei confronti di FINM fino alla data di scadenza dell'opzione di vendita di cui al successivo punto g).;

Ancora più interessante:

7.4 Fermo restando quanto previsto dal precedente comma secondo, qualora la Partecipazione Offerta corrisponda ad una Partecipazione tale da assicurare la metà più uno dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria della società (di seguito la "Partecipazione di Controllo"), ognuno degli altri soci diversi dal Candidato Acquirente avrà il diritto, alternativo rispetto all'esercizio del diritto di prelazione di cui al seguente comma quinto, di trasferire al Candidato Acquirente tutte le azioni da ciascuno detenute alla data della comunicazione di cui al precedente comma secondo (il "Diritto di Covendita"). L'offerta di una Partecipazione di Controllo non potrà considerarsi valida ed efficace ai sensi del presente statuto se, tra le condizioni del Trasferimento, non risulterà un'attestazione del valido e vincolante impegno del Candidato Acquirente a soddisfare ogni Diritto di Covendita esercitato, sino ad acquisire complessivamente l'intero capitale sociale della società.

7.5 I soci che intendano esercitare il diritto di prelazione o il Diritto di Covendita dovranno, entro 20 (venti) giorni dal ricevimento della raccomandata di cui al secondo comma del presente articolo, darne comunicazione a mezzo di lettera raccomandata a.r. indirizzata all'offerente e, per conoscenza, agli altri soci, nella quale dovrà essere manifestata incondizionatamente la volontà di acquisire la Partecipazione Offerta o di vendere tutte le azioni in loro possesso. Nel caso che l'offerta in prelazione venga accettata da più soci, la Partecipazione Offerta verrà distribuita ad essi in proporzione alla rispettiva partecipazione al capitale della società.

7.6 Nel caso che gli esercitanti il diritto di prelazione o il Diritto di Covendita dichiarino, nella comunicazione di accettazione della prelazione o nella comunicazione di esercizio del Diritto di Covendita di cui al quinto comma del presente articolo, di ritenere non congruo il prezzo proposto, la Partecipazione Offerta o le azioni oggetto del Diritto di Covendita saranno valutate da un unico perito comune (persona fisica o persona giuridica) nominato di comune accordo dal

in senso stretto (*infra* i), un *call* o opzione di acquisto (*infra* ii) ed una sanzione (penale) (*infra* iii).

i. La clausola di *drag along* in senso stretto consiste nell'obbligo, posto in capo ad un socio, di co-vendere la propria partecipazione quando un altro socio decida di vendere la sua

---

*socio venditore e dal socio o dai soci acquirenti o aventi il Diritto di Covendita. Qualora entro 30 (trenta) giorni dalla scadenza del termine per l'esercizio della prelazione o del Diritto di Covendita non si raggiunga l'intesa per la nomina del perito, questi sarà nominato dal Presidente del Tribunale del luogo dove si trova la sede legale della società, su istanza di una delle parti interessate. Ove nessuna istanza sia depositata presso la Cancelleria del Tribunale competente entro 60 (sessanta) giorni dalla scadenza del termine per l'esercizio della prelazione o del Diritto di Covendita, il prezzo proposto dovrà ritenersi congruo. Il perito procederà alla valutazione della società secondo il "Fair Market Value", tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali. La determinazione del perito sarà vincolante per le parti.*

*7.7 Qualora la prelazione o il Diritto di Covendita non siano esercitati dai soci aventi diritto nei termini sopra indicati, il socio offerente potrà senz'altro trasferire la Partecipazione Offerta al Candidato Acquirente, alle condizioni indicate nella comunicazione di cui al precedente secondo comma e senza obblighi aggiuntivi per il Candidato Acquirente, entro 90 (novanta) giorni dalla scadenza del termine di cui al precedente comma quinto per il valido esercizio della prelazione o del Diritto di Covendita da parte del Socio che abbia ricevuto per ultimo l'anzidetta comunicazione. Ove tale trasferimento non si verifichi nel termine suindicato, il socio offerente dovrà nuovamente conformarsi alle disposizioni di questo articolo.*

*7.8 Le regole sul diritto di prelazione e sul Diritto di Covendita di cui al presente articolo non si applicano ai Trasferimenti che il titolare delle Partecipazioni effettui nei confronti di società o ente che esercita attività di direzione e coordinamento sullo stesso titolare e/o nei confronti di altre società soggette alla medesima attività di direzione e coordinamento cui è soggetto il titolare delle azioni, così come definita al Capo IX del Titolo V del Libro V del codice civile, come aggiunto dall'art. 5 del D. Lgs. n. 6 del 2003 o come definita da leggi speciali.*

*7.9 La società è tenuta a negare l'iscrizione sul libro dei soci a favore di chi si sia reso acquirente a qualunque titolo di una Partecipazione senza che siano state rispettate le disposizioni del presente articolo, con conseguente sospensione, sino alla eventuale regolarizzazione della procedura, di tutti i diritti sociali.*

partecipazione. Generalmente, essa opera a fronte di un'offerta di acquisto per il 100% delle partecipazioni sociali oppure per una percentuale di partecipazioni che richieda per lo meno la cooperazione di due soci.

ii. I patti sono soliti prevedere, accanto alla clausola di *drag along*, un *call* (o opzione di acquisto) al fine di agevolare vendite efficienti, che potrebbero venir frustrate allorquando uno dei soci si rifiutasse di adempiere alla clausola medesima. Stando così le cose, se B si rifiutasse di collaborare con A nella vendita e trattenesse la sua parte, A avrà diritto di acquistare la quota di B o, se si preferisce, B sarà obbligato a vendere forzosamente la sua quota ad A, in tal modo frustrando la condotta opportunistica di B. Pertanto, se B era intenzionato a restare da solo nella società, sarà costretto ad uscirne; come se A dicesse a B: “o vieni con me o ti faccio uscire<sup>190</sup>”.

Oltre alla clausola di *drag along* propriamente detta ed all'opzione di acquisto, i patti di trascinamento possono contenere una sanzione, il cui l'inserimento è solo eventuale (a differenza di quanto accade con gli elementi in precedenza descritti), al fine di rendere più gravoso, se possibile, il comportamento opportunistica di B, costringendolo a vendere la sua parte ad A ad un prezzo inferiore rispetto a quello versato da C (cd. call con sconto – diminuzione).

#### **b) Funzionamento.**

L'effetto prodotto dai patti di covendita è costringere il socio

---

<sup>190</sup> Come si evince dal contenuto dei patti riportati nei paragrafi precedenti.

alienante al compimento di una vendita efficiente in t2. Per tali ragioni, il socio opportunista ha due alternative: o si aggiunge volontariamente al piano di vendita - decidendo di covendere - o è costretto a vendere forzosamente la propria quota all'altro socio o al terzo, realizzandosi una sorta di espropriazione<sup>191</sup>.

**c) Attribuzione del diritto.**

Compite tali premesse, a quale dei soggetti risulterà più efficiente attribuire nel contratto il diritto di trascinamento ed il corrispondente *call*? Al socio che ha il potere di vendita.

Per stabilirne il titolare si ricorre - come visto in precedenza - a due criteri: la quota di proprietà (*infra i*) e la natura imprenditoriale o meramente finanziaria dei soci (*infra ii*)<sup>192</sup>.

ii. In linea di principio, chi possiede il controllo della società possiede il potere di vendita, poiché vendere la società significa venderne il controllo. Pertanto, chi subisce generalmente il rischio dell'estorsione è chi possiede il controllo della società (quindi, il socio maggioritario) e sarà quindi colui al quale deve essere attribuito il diritto di trascinamento, contro l'estorsione della minoranza.

Le ipotesi più clamorose sono costituite proprio dalla presenza di una minoranza di blocco (per esempio, quella che con il suo voto può impedire una fusione) o di una minoranza scomoda (per esempio, alcuni

---

<sup>191</sup> Come vedremo più attentamente, il motivo di questa espropriazione nell'interesse privato è evitare l'*hold-up* (si rinvia al paragrafo sull'autotutela).

<sup>192</sup> Ciò spiega anche che il potere di vendita possa spettare tanto al socio maggioritario che a quello minoritario.

lavoratori ai quali siano state attribuite azioni in base a piani di “*stock options*” e che non hanno alcun interesse ad uscire); e ciò è tanto vero che la questione relativa all’attribuzione del diritto – come si afferma in dottrina – non si pone nelle ipotesi di partecipazioni sociali paritarie (es. 50-50...) <sup>193</sup>. In questo caso, non conoscendosi *ex ante* chi rivestirà il ruolo di ricattatore o di ricattato, il diritto di trascinamento è normalmente attribuito a tutti i soci, reciprocamente.

ii. Non mancano casi in cui il potere di vendita spetti al socio minoritario.

Nelle operazioni di *venture capital*, ad esempio, in cui il socio finanziatore – minoritario <sup>194</sup> – apporta il proprio contributo e programma l’uscita dalla società in un dato termine - l’imprenditore, cui generalmente corrisponde la parte più grande del capitale, potrebbe resistere nella vendita quando giunge il momento di compierla, in tal modo provocando un serio pregiudizio al socio di minoranza.

---

<sup>193</sup> PONTI-PANELLA, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, Milano, 2006, 206; LACAVE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 15.

<sup>194</sup> Il potere di vendita è in capo al minoritario ogniqualvolta egli non sia un mero socio finanziatore, ma sia colui il quale possiede il *know-how* della produzione. In tal caso, se non avesse previsto suo favore una clausola di *drag along*, rischierebbe di ritrovarsi imbrigliato nella società con un nuovo socio di maggioranza che non persegue più i medesimi obiettivi.

**CAPITOLO III**  
**LE FONDAMENTALI CARATTERISTICHE**  
**DEGLI ACCORDI DI COVENDITA:**  
**OPPORTUNISMO, AUTOTUTELA ED ESECUTIVITÀ**

**Introduzione.**

Richiamando quanto detto nel paragrafo introduttivo al capitolo precedente, è ora necessario, dopo aver analizzato i contenuti, la struttura e le finalità generali, dare atto della funzione tipica e delle caratteristiche ricorrenti delle clausole di covendita.

**1. Le clausole di covendita come strumenti anti-opportunismo.**

Per comprendere correttamente il fenomeno del cd. opportunismo è necessario svolgere alcune premesse fondamentali, che involgono concetti ricavabili dall'analisi economica del diritto.

Trattandosi di una tematica - clausole di covendita - che, come visto, interessa principalmente gli operatori economici, atteso che l'utilizzo di tali clausole si rinviene esclusivamente nell'ambito delle società chiuse e, pertanto, in un contesto in cui soggetti pubblici e privati investono il loro denaro o le loro risorse al fine di ottenere utili, è indispensabile compiere delle valutazioni che non si limitino allo studio astratto dei contratti e delle relative norme applicabili, ma che piuttosto coinvolgano gli interessi economici che si pongono alla base delle scelte compiute dai soggetti investitori.

In linea di principio, “...*il rapporto fra diritto ed economia può*



*indicare innanzitutto il rapporto fra il diritto inteso come sistema di norme e l'economia intesa come attività volta alla soddisfazione dei bisogni umani in presenza di risorse scarse...<sup>195</sup>, ma ciò che maggiormente interessa è che il giurista, nell'interpretare e nell'applicare la legge, deve "...avvalersi delle indicazioni fornite dalle discipline economiche per valutare, in particolare, l'idoneità dei mezzi adottati per raggiungere gli obiettivi perseguiti dalla legge"<sup>196</sup>.*

Infatti, nel disciplinare le attività economiche, il legislatore persegue determinate finalità, per cui, *"..alla base di qualsiasi soluzione normativa, vi è o vi dovrebbe essere l'intenzione di conseguire un determinato obiettivo, una ratio, che può consistere nel favorire lo svolgimento di una determinata attività che si ritiene contribuisca al benessere collettivo a scapito di un'altra, ovvero nel ripartire le risorse disponibili fra i consociati..."<sup>197</sup>.*

L'analisi economica del diritto è dunque una disciplina che utilizza gli strumenti della microeconomia per valutare l'efficienza allocativa delle norme giuridiche<sup>198</sup>: *"...a questo fine le norme vengono prese in considerazione non tanto in ragione del loro contenuto giuridico e della*

---

<sup>195</sup> AUTERI, *Diritto ed economia. L'analisi economica del diritto e la proprietà industriale*, Università degli Studi di Padova, *Quaderni di ricerca*, 2/2005, 5.

<sup>196</sup> AUTERI, *Op. ult. cit.*, 9.

<sup>197</sup> AUTERI, *Op. ult. cit.*, 9.

<sup>198</sup> Delle trattazioni sistematiche dell'analisi economica del diritto ricordiamo soprattutto, oltre a quella di DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, quelle di FRANZONI, *Introduzione all'economia del diritto*, Bologna, 2003; di FRIEDMAN, *L'ordine del diritto. Perché l'analisi economica può servire al diritto*, Bologna, 2004 e di COOTER, MATTEI, MONATERI, PARDOLESI, ULEN, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999, senza dimenticare quella di POSNER, esponente di spicco della scuola di Chicago, *Economic Analysis of Law*, Little, Brown & Co., Boston/Toronto, 1986.

*natura o qualificazione giuridica degli strumenti con cui perseguono determinati fini (e ad es. l'appartenenza all'uno o altro ramo del diritto) quanto essenzialmente per i loro effetti sul comportamento dei consociati e quindi per la loro idoneità ad orientare il comportamento dei destinatari e a incidere sulla allocazione delle risorse. In quanto disciplina economica l'analisi economica del diritto studia le norme come fatti e precisamente come fattori che influenzano il comportamento dei consociati favorendo o scoraggiando lo svolgimento di determinate attività... ”<sup>199</sup>.*

Poiché al fine di realizzare un'ottimale allocazione<sup>200</sup> delle risorse - secondo l'analisi economica del diritto - lo strumento più efficiente è lo scambio fra i soggetti interessati (che, giuridicamente, si realizza attraverso il contratto), uno dei problemi rilevanti attiene ai costi di transazione, “...vale a dire dei fatti che ostacolano la stipulazione di transazioni, rendendo difficile ai soggetti di sapere quali contratti, a quali condizioni e con quali soggetti stipulare per soddisfare nel modo migliore i propri bisogni; ostacoli che vengono ricondotti principalmente alle categorie della “limitata razionalità” e

---

<sup>199</sup> AUTERI, *Op. ult. cit.*, 19.

<sup>200</sup> Efficienza allocativa. Si parla di *efficienza allocativa*, in relazione al trasferimento delle risorse finanziarie dai soggetti in surplus ai soggetti in deficit, quando la produttività marginale del capitale è la stessa per tutte le forme di investimento. In particolare, l'efficienza allocativa si realizzerebbe se tutti gli operatori (finanziatori ed investitori) agissero in maniera razionale, ricercando le opportunità di investimento/finanziamento che consentono di massimizzare la loro utilità attesa. Si ha ottimo paretiano (detto anche *efficienza allocativa*) quando non è possibile alcuna riorganizzazione della produzione che migliori le condizioni di tutti. In tale situazione, l'utilità di una persona può essere aumentata soltanto da una diminuzione dell'utilità di qualcun altro; vale a dire che nessuna persona può migliorare la propria condizione senza che qualcun altro peggiori la sua.

dell'“opportunismo”<sup>201</sup>.

Prendendo in considerazione tale ultimo aspetto, deve evidenziarsi che il problema dell'opportunismo sia strettamente ricollegato al problema dell'inadempimento: infatti, assunto che il vero rischio insito nella contrattazione è proprio il rischio di inadempimento, anche il contratto di società, come qualsiasi altro contratto, vi è esposto. Pertanto, in qualità di strumenti anti-opportunismo, le clausole di covendita sono volte ad evitare o comunque regolamentare i rischi dei cd. inadempimenti opportunistici, ossia quelle condotte finalizzate alla appropriazione di utilità spettanti ad altri.

Nella specie, si tratta di comportamenti che non creano nuova ricchezza – e perciò efficienti - ma, al contrario, sono idonei a provocare elevati costi sociali: “...*il contraente opportunistica investirà risorse per appropriarsi di maggiori guadagni; il contraente non opportunistica investirà risorse per cercare di difendersi...*”<sup>202</sup>.

Nel nostro caso, i comportamenti opportunistici sorgono quando una delle parti vede l'occasione di far proprie utilità non assegnati nel contratto, cosicché l'elemento che scatena l'opportunismo è l'esistenza di investimenti specifici realizzati in un ambito di contratti incompleti, ossia in pattuizioni che non regolano in modo dettagliato ogni possibile aspetto della relazione privata. Gli investimenti specifici, infatti, proprio per le loro caratteristiche, danno luogo a due tipi di comportamenti opportunistici: da un lato, quelli associati all'espropriazione dei suddetti

---

<sup>201</sup> AUTERI, *Op. ult. cit.*, 22.

<sup>202</sup> BELLANTUONO, *Analisi economica del diritto*, Uniservice, 2005, 73.

investimenti in caso di vendite improduttive (strategia espropriatrice); dall'altro, quelli associati al rischio di *hold-up* in caso di vendite produttive (strategia estorsiva).

Stando così le cose, ciò che interessa esaminare nel prosieguo è che queste diverse manifestazioni dell'opportunismo si governano attraverso distinti strumenti contrattuali: nel caso di vendite improduttive, nelle quali prevale la strategia dell'espropriazione, lo strumento è la clausola di *tag along*, che funziona come “regola di proprietà”; al contrario, nel caso di vendite produttive, nelle quali predomina la strategia estorsiva, lo strumento contrattuale è la clausola di *drag along*, che funziona come “regola di responsabilità”<sup>203</sup>.

Da questa ottica, i patti di *tag along* e di *drag along* possono essere visti come strumenti contrattuali che permettono di superare i conflitti nascenti tra i soci ed i problemi legati al sotto-investimento: precisamente, attribuire una opzione alla parte che può essere espropriata – che è ciò che, in definitiva, fanno le clausole di *tag along* e di *drag along* – serve per garantire il valore degli investimenti specifici dentro e fuori del contratto. Le decisioni del socio di uscire dalla società attraverso l'alienazione delle partecipazioni ed il conseguente rischio di redistribuzione dei profitti viene neutralizzato attraverso l'opzione – sia

---

<sup>203</sup> Sulla distinzione tra regole di proprietà e di responsabilità, vedi *infra* 1 a).

Ad ogni modo, si precisa come “...*la stessa analisi economica del diritto sia particolarmente sensibile al problema della tutela. Infatti, la preoccupazione di tale metodo di indagine è orientare le soluzioni giuridiche dei conflitti verso obiettivi di efficienza economica, ossia una buona e ragionevole allocazione delle risorse scarse...*” (PARDOLESI, *Analisi Economica del Diritto*, voce del *Digesto civ.*, I, p. 312).

essa di aderire o di trascinare nella vendita proposta - che rende la parte che potrebbe essere espropriata indifferente alla decisione del socio opportunistista di uscire o permanere nella società.

L'indifferenza viene dal fatto che l'opzione lo lascia indenne: l'operatività della clausola di *tag along*, ad esempio, gli consente di conseguire tutti i profitti che gli spetterebbero in quel momento, nei casi in cui la controparte pretendesse di espropriarlo (ad esempio, obbligando l'opportunistista ad acquistare la partecipazione nella società dell'altro socio al prezzo pattuito con il terzo acquirente, o costringendo l'opportunistista a vendere anche la sua partecipazione - cioè quella dell'espropriato - al prezzo indicato dall'acquirente).

Come ci si può facilmente rendere conto, il funzionamento della clausola fa sì che anche l'eventuale *surplus*, o comunque il premio di maggioranza che il socio espropriatore intendeva ottenere a scapito dell'altro socio, venga ripartito tra i soci nella proporzione prestabilita, eliminando il rischio di rinegoziazione *ex post*<sup>204</sup>. L'attribuzione del diritto di covendita permette, quindi, di riallineare gli incentivi delle parti ad adempiere al contratto – o a non adempiere e pagare per questo – e, di conseguenza, assicura che le parti realizzeranno l'investimento ottimale.

Una volta delineato in linea generale l'opportunismo proprio del contratto di società ed, in particolare, delle società chiuse con investitori finanziari e/o industriali, analizziamo più da vicino una delle strategie attraverso le quali questo opportunismo si manifesta.

---

<sup>204</sup> LACAVER e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 16.

a) **La strategia espropriatrice.**

Il rischio di opportunismo che si determina a causa della espropriabilità degli investimenti specifici che le parti compiono nel progetto è collegato alla circostanza che, una volta realizzato l'investimento, ciò che era un bene privato entra nel patrimonio comune e l'altra parte condivide la proprietà dell'investimento altrui<sup>205</sup>. Ne consegue un evidente conflitto: nel momento in cui uno dei soci decide di liquidare la sua partecipazione nella società – di cui, peraltro, può disporre liberamente -, costui fornisce all'espropriatore un accesso agli investimenti realizzati. In poche parole, “quando tu vendi, disponi del mio e del tuo”<sup>206</sup>.

Un tale rischio è tipico del diritto delle organizzazioni – ed in particolare delle società – poiché ciò che si cede è il diritto di partecipazione alla cosa comune, e la cessione non richiede il consenso degli altri partecipanti.

Contro tale rischio le clausole di covendita consentono ai soci di darsi delle regole contrattuali che incidano sulla alternativa tra liquidità e proprietà<sup>207</sup> e sono proprio le regole della proprietà a costituire lo

---

<sup>205</sup> Si noti che la gestione e la disposizione di questo patrimonio sono rette dalle regole specifiche della società che, come sappiamo, sono distinte dalle regole della comunione dei beni.

<sup>206</sup> LACAVERE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 16.

<sup>207</sup> Se vendo, ottenendo liquidità, sopporto il rischio che l'eventuale premio di maggioranza sarà ripartito con il socio “accodante”, atteso che la vendita delle quote di quest'ultimo avverrà alle medesime condizioni stabilite; se non voglio sopportare un tale rischio, resto proprietario della partecipazione originaria, oppure acquisto la partecipazione del socio che avevo intenzione di espropriare.

strumento più efficace per neutralizzare il rischio di espropriazione<sup>208</sup>.

La regola di proprietà è una regola di tutela che ha come scopo quello di “...*garantire al soggetto l'appartenenza o la fruizione di beni od utilità, impedendo che altri abbia ad approfittarne senza il consenso di esso...*”<sup>209</sup>. Come sappiamo, laddove sono possibili le contrattazioni volontarie, le regole della proprietà sono le classiche regole “anti-espropriazione”, poiché il consenso è lo strumento idoneo per difendere i diritti contro le usurpazioni (gli esempi sono numerosi: la regola dell'unanimità nelle società di persone, la regola del consenso per le modificazioni dal lato passivo delle obbligazioni, etc.).

Ebbene, la funzione delle clausole di *tag along* consiste nella protezione del socio esposto al rischio di essere espropriato attraverso una regola di proprietà di fonte contrattuale. In questi casi, giacché ciò che interessa al socio espropriato è ottenere comunque un vantaggio dagli investimenti specifici compiuti, la difesa adeguata del diritto può ottenersi soltanto attraverso due vie.

La prima consiste nel mantenere lo *status quo*, costringendo la controparte ad attendere che gli investimenti si ammortizzino naturalmente, secondo quanto era stato originariamente previsto in ordine alla durata degli investimenti medesimi (tipica ipotesi di divieto di vendita); in questa ipotesi, la protezione dei diritti del socio, stabilita

---

<sup>208</sup> Nel chiedersi quali siano gli strumenti giuridici più adatti per una allocazione ottimale delle risorse (MATTEI, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*), gli studiosi ricollegano la suddetta allocazione ad un assetto che faccia gravare i costi di una determinata attività sul soggetto che è più in grado di sopportarli. DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2003, 17.

<sup>209</sup> DI MAJO, *Op. ult. cit.*, 17.

nel contratto mediante la regola proprietaria, si attua in forma di veto: “senza il mio consenso la transazione non si compie”.

Ciò nonostante, questa soluzione è imperfetta. Non c'è dubbio che questo sia un espediente efficace per ostacolare le vendite inefficienti, poiché si evita l'espropriazione alla radice, impedendo l'ingresso all'espropriatore, però il diritto di veto è un'arma a doppio taglio, poiché, oltre ad impedire le vendite efficienti, aumenta anche il rischio di estorsione<sup>210</sup>.

La seconda soluzione è recuperare il costo dell'investimento, fissando un prezzo agli investimenti specifici e consentendo al socio di poterli liquidare (tali investimenti non hanno valore al di fuori della relazione societaria), cosicché la protezione del diritto del socio soggetto al rischio di espropriazione si realizza attribuendogli l'opzione di aderire a quelle vendite che consideri improduttive. Precisamente, l'offerta realizzata dal compratore in relazione alla partecipazione dell'altro socio ha la potenzialità di evidenziare che i suddetti investimenti hanno già un valore: infatti, una volta che ci sia qualcuno disposto a pagare per detti investimenti, la clausola di *tag along* consente di liquidarli al socio che potrebbe essere espropriato, accodandosi alla vendita ed ottenendone il relativo attuale valore.

A questo punto, per terminare l'esame della strategia espropriatrice,

---

<sup>210</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 17.

In ogni caso, si paventa un rischio di estorsione ogniqualvolta diventi quasi incontrastabile il potere di veto posto in capo al socio beneficiario del diritto di *tag along*. È infatti probabile che il diritto di veto venga esercitato sì prima della scadenza pattuita per l'uscita del socio, ma anche nel caso in cui gli investimenti dovessero essere già stati anticipatamente ammortizzati.



conviene svolgere delle ulteriori riflessioni.

La prima è relativa alla conformazione di queste clausole.

In generale, i casi di espropriazione analizzati si riferiscono alle vendite del pacchetto di controllo (dunque, gli accordi di accompagnamento attribuiscono al socio espropriabile il diritto ad accordarsi alla vendita al fine di condividere il premio di espropriazione), sebbene accanto a queste ipotesi, nella realtà dei traffici, incontriamo altre clausole di *tag along* con finalità più ridotte, come nei casi di vendite parziali, nei quali la regola stabilita nella clausola compie la funzione di assicurare la parità di trattamento tra i soci<sup>211</sup>.

La seconda osservazione si riferisce alla loro efficacia.

Come già visto, operando come una regola proprietaria, le clausole di *tag along* hanno una chiara efficacia *ex post*: contro la minaccia di una espropriazione assicurano che ciascuno dei soci riceva dalla vendita il valore che gli spetta. Inoltre, e ciò è essenziale, tali clausole hanno anche un'efficacia deterrente o *ex ante*, poiché, riducendo il beneficio dell'espropriatore, la ripartizione coattiva del premio di espropriazione tra i vari soci avrà certamente l'effetto di bloccare quelle vendite che siano improduttive<sup>212</sup>.

#### **b) La strategia estorsiva.**

Il rischio di opportunismo potrebbe manifestarsi anche in uno scenario di vendite efficienti e produttive, il cui proposito è di liquidare

---

<sup>211</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Op.ult. cit.*, 17.

<sup>212</sup> Nell'OPA, si noti il parallelismo con il premio di controllo.

gli investimenti specifici tra i soci.

In questi casi, il comportamento opportunistico del socio estorsore si configura con le seguenti modalità: l'estorsore sa che l'altro socio è consapevole del fatto che riuscirà a trarre quei vantaggi pattuiti originariamente nel contratto soltanto se lui stesso accetterà di vendere la sua parte nel termine prima indicato con  $t_2$ ; per cui, approfittando dell'incompletezza del contratto – che intenzionalmente non determina il valore degli investimenti specifici realizzati dai soci – l'estorsore cercherà di rinegoziare la propria quota di liquidazione ed in tal modo massimizzare il suo profitto individuale a danno dell'altro socio (ad esempio, argomentando che gli investimenti effettuati hanno per lui un valore straordinario – sono “il progetto della sua vita” – e che, pertanto, non venderà la sua partecipazione sociale a meno che non riceva una adeguata compensazione, maggiore, in ogni caso, rispetto a quanto gli spetterebbe in virtù di quanto pattuito).

Detto in altri termini, l'estorsore mette in piedi una strategia destinata ad appropriarsi di parte della liquidazione degli investimenti specifici che spettano all'altro socio e, a tal fine, si rifiuta di prendere parte alla vendita fino a quando non riesca ad ottenere anche il cd. premio di espropriazione, che si aggiunge alla sua quota di liquidazione. Ne discende che qualora la parte che ha il potere di vendita si opponga al riconoscimento all'espropriatore/estorsore di un valore superiore di quello corrispondente alla sua quota di liquidazione, è molto probabile che la vendita programmata venga frustrata (il menzionato rischio di *hold up*).

Per tali ragioni, e quindi per evitare di dover far i conti con la descritta strategia espropriativa, le parti si assoggettano, al momento di concludere il contratto, ad una regola di responsabilità<sup>213</sup>, la quale, come è risaputo, viene utilizzata con il proposito di governare anche i problemi di *hold up*, che possono portare ad impedire che abbiano luogo transazioni efficienti<sup>214</sup>.

Nel caso delle clausole di *drag along* (come detto, tese ad evitare condotte espropriative in presenza di vendite produttive), le parti si assicurano *ex ante* che la transazione efficiente avrà luogo, stabilendo in via contrattuale una regola di responsabilità che neutralizzi la strategia opportunistica, cioè la minaccia di non alienare le proprie partecipazioni, qualora non si riuscisse ad appropriare di una parte maggiore del *surplus* generato dalla vendita, rispetto a quello che inizialmente gli spettava. Così, il socio non estorsore ed il terzo si accordano per acquisire le partecipazioni di quel socio che si rifiuti di abbandonare la società,

---

<sup>213</sup> A differenza delle regole di proprietà, come affermato in una precedente nota, le regole di responsabilità non assicurano incondizionatamente al soggetto il godimento di un bene o di una utilità (*property rules*), bensì hanno lo scopo di mantenere indenne il soggetto dal (peso del) danno subito nel proprio diritto. In altre parole, per effetto delle regole di responsabilità, quel godimento non viene garantito con le medesime modalità, ossia impedendo che un terzo si appropri del bene senza il consenso dell'avente diritto; al contrario, chiunque voglia appropriarsi di quel bene o contrastarne l'appartenenza può farlo, ma dovrà sopportarne il costo, addossandosi il peso del danno subito dal soggetto tutelato. Pertanto, in questo caso, i confini della tutela saranno meno rigidi: attività o iniziative produttive di danni non sono limitate *ab origine*, ma sono giuridicamente lecite e possibili, pur se i soggetti devono sopportarne i costi, generalmente in termini di risarcimento di danni nei confronti dei titolari dei diritti o portatori degli interessi lesi. DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2003, 17-18.

<sup>214</sup> Sono numerosi gli esempi di operatività della regola di responsabilità: si pensi alla stessa responsabilità extracontrattuale, alla servitù di passaggio a favore del fondo intercluso o al diritto di ripensamento.

fissando in maniera obiettiva il valore delle stesse, in funzione del prezzo che il terzo acquirente sia disposto a pagare per acquistare la società<sup>215</sup>. Come nel caso del *tag along*, l'efficacia *ex post* e l'efficacia *ex ante* confluiscono: le clausole di *drag along* non solo assicurano il rispetto di quanto pattuito, ma allo stesso tempo scoraggiano il socio opportunistica dall'intraprendere operazioni dalle quali, alla fine, non otterrà alcun vantaggio.

Da una prospettiva giuridica una pattuizione così costruita si articola attraverso una vendita forzosa a favore del socio con potere di vendita<sup>216</sup>, che potrà riscattare le partecipazioni dal socio estorsore e trasmetterle in blocco all'acquirente.

## **2. Strumenti di autotutela e relativa autoesecutività.**

Le clausole di covendita condividono il vantaggio di ridurre i costi associati alla tutela dei diritti spettanti a ciascuno dei soci, considerato che la loro conformazione è idonea anche a porre fine alle condotte opportunistiche attuate dai soci, le quali possono ricondursi, giuridicamente, all'ambito della mala fede e della slealtà nell'adempimento del contratto.

Infatti, i comportamenti opportunistici finora esaminati possono essere valutati in termini di slealtà dei soci in relazione all'uscita dalla società: quando i soci hanno pattuito una determinata ripartizione dei benefici comuni risulta contrario a buona fede alterarla *ex post* per

---

<sup>215</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 19.

<sup>216</sup> Delle cui modalità ci si è occupati nel capitolo precedente: opzione, mandato a vendere, etc...

appropriarsi, in conseguenza del comportamento tenuto da uno dei soci al momento dell'uscita, di quella parte dei profitti che, in linea di principio, spetterebbero all'altro socio.

Per tali ragioni bisogna determinare quale sia la forma di tutela più adeguata dei diritti dei soci.

La protezione che offrono i principi di correttezza e di legittimo affidamento, che sono i corollari della buona fede, è tipicamente *ex post*, cioè richiede un controllo giudiziale dei comportamenti sleali dei soci. Tuttavia, in numerose occasioni risulta difficile per i giudici o per gli arbitri accettare questo tipo di violazioni. Dunque, la tutela *ex post* non sempre è in grado di assicurare ai soci una protezione adeguata dei loro interessi: per queste ragioni assumono valore rilevante altri meccanismi di “*enforcement*”<sup>217</sup> (come gli strumenti di tutela privata che rafforzano

---

<sup>217</sup> Il termine significa letteralmente esecuzione, attuazione. In realtà i meccanismi di enforcement, il cui termine verrà spesso utilizzato nel presente lavoro, sono meccanismi volti a garantire il rispetto e l'applicazione dei contratti, nell'ambito di operazioni aventi carattere economico. “*Come è stato messo in luce dal recente sviluppo delle teorie sui contratti incompleti, ogniqualvolta l'accordo non regola alcune circostanze –perché non previste o perché le parti hanno preferito lasciarle fuori dal contratto –oppure risulta formulato in modo ambiguo, l'autorità non può intervenire per imporre l'applicazione del contratto. D'altra parte, un contratto può essere applicato solo se è condizionato a informazioni che entrambe le parti possono osservare (osservabilità) e che l'autorità giudiziaria può verificare (verificabilità): il ricorso all'autorità sarà quindi impossibile se le variabili rilevanti non sono osservabili e verificabili oppure se il costo per farlo è eccessivamente elevato*”. [...] “*L'osservazione della realtà economica mostra che anche quando gli individui sono soggetti a tentazioni opportunistiche, in contesti in cui le informazioni sono imperfette e non esiste una autorità in grado di imporre il rispetto del contratto, gli operatori economici sono in grado di creare schemi di incentivo per indurre le parti in relazione a rispettare fedelmente gli accordi sulle soluzioni efficienti ex-ante*” (SCOPPA, *Contratti Incompleti ed Enforcement Endogeno*, in *Economia Politica*, n. 3, Dicembre 2003, estr. 1).

il rispetto dell'accordo), tra cui debbono annoverarsi proprio le clausole oggetto del nostro studio.

**a) L'autotutela.**

Gli accordi di *tag along* e *drag along* sono strumenti contrattuali che assicurano la protezione dei diritti di proprietà, apprestando ad essi una tutela efficace.

La tutela privata, infatti, è lo strumento più efficiente per regolare gli interessi particolari, atteso che le parti si trovano nella miglior posizione per governare la loro relazione (le parti conoscono la tipologia di investimenti che hanno realizzato nella società, sono a conoscenza dei rischi a cui rimangono esposti - l'espropriazione e l'estorsione - e possono, quindi, disegnare meccanismi efficaci per neutralizzarli).

In secondo luogo, le clausole operano solo ad istanza di parte. Generalmente i soci saranno concordi nel darsi una formula contrattuale di taglio matematico capace di distinguere le transazioni efficienti dalle transazioni espropriatrici, con l'intento di facilitare le prime ed ostacolare le seconde, ma ciò non è sempre realizzabile: in astratto, non si può sapere quando un acquirente sarà un espropriatore o quando una transazione produttiva potrà stimolare l'appetito ricattatore del consocio.

Per le esposte ragioni, le clausole attribuiscono diritti e poteri che le parti possono decidere di esercitare in base ad una valutazione di opportunità operata sulla base di circostanze specifiche e concrete.

Ciò premesso, questa strategia contrattuale presenta ulteriori vantaggi che le consentono di operare assai efficacemente.

In primo luogo, essa riesce a fissare il prezzo degli investimenti realizzati dalle parti: questa circostanza deve essere correttamente apprezzata.

Poiché gli investimenti specifici non hanno valore oggettivo – cioè, non valgono nulla al di fuori del contratto e dell’iniziativa imprenditoriale assunta dalle parti – il premio di espropriazione non può essere previsto all’interno del contratto per stabilire *ex ante* il quantum dell’indennizzo o del risarcimento, cosicché l’opzione opera come un surrogato del risarcimento per inadempimento<sup>218</sup>.

Inoltre, rispetto a ciò che accade con le clausole di uscita forzata del socio<sup>219</sup>, non è necessario convenire in anticipo formule di quantificazione del valore della società, spesso soggette ad un’informazione asimmetrica, alla pericolosa incidenza dei soci e degli amministratori e ad altri fattori imprevedibili.

Al contrario, le clausole di covendita consentono di ottenere una valutazione *ab externo* degli investimenti realizzati, che si identificherà con l’offerta formulata dal compratore: in questo senso, le clausole hanno la potenzialità di rendere liquidi gli investimenti, perché permettono di sfruttare l’intervento di un terzo che li valuta e stabilisce il loro prezzo.

Considerati in questo modo, è evidente che gli accordi di covendita costituiscano un meccanismo efficiente per stabilire il valore degli investimenti (soprattutto specifici) realizzati, perché, in primo luogo,

---

<sup>218</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 20.

<sup>219</sup> Si pensi all’ipotesi del riscatto e dei relativi meccanismi di determinazione del valore della liquidazione.

fanno riferimento ad un apprezzamento esterno (come detto, quel che paga un terzo quando si determina ad acquistare) e, in secondo luogo, perché sono gli stessi interessati a decidere se vendere o no e a quel prezzo, in tal modo valutandone la adeguatezza.

Altro vantaggio non trascurabile è che l'esercizio dei diritti associati a questi accordi – la clausole in senso stretto, le opzioni *put* e *call* e le eventuali penali - tutela gli investimenti specifici senza correre il rischio di risultare abusivo. Per la precisione, poiché l'esercizio della clausola ha come scopo quello di neutralizzare l'opportunità collegato all'uscita o alla permanenza del socio, se la clausola di accompagnamento o di trascinamento nella vendita viene esercitata in concreto, questo sarà il segnale che avvalersi della clausola è più vantaggioso rispetto al suo non avvalersene (detto altrimenti, il suo eventuale esercizio ostacolerà soltanto quelle transazioni che siano improduttive e non le transazioni produttive).

Invece, se le clausole si potessero esercitare arbitrariamente, sarebbe illimitato il potere che questi strumenti conferirebbero alle parti, giacché i soci si troverebbero nella posizione di vietare qualsiasi transazione, produttiva o meno, e ciò attribuirebbe loro un considerevole potere di estorsione. Al contrario, essendo l'esercizio del diritto sottoposto alle condizioni economiche ed alle offerte formulate dal terzo acquirente al momento della transazione, se la parte tutelata opta di accodarsi volontariamente alla vendita, o di trascinare volontariamente la controparte, si presume che chi eserciterà il diritto non lo farà per fini opportunistici (l'esercizio del diritto non è volto al perseguimento di fini



opportunistic) <sup>220</sup>.

Questo dato rafforza l'idea che le clausole si propongono come uno strumento conveniente ed economico, che controlla a basso costo il rischio di espropriazione, senza imporre ulteriori nuovi costi <sup>221</sup>.

#### **b) La relativa autoesecutività.**

I patti di covendita operano in modo quasi automatico, attraverso la previsione di un *put* - o opzione di vendita in senso stretto - , associato alla clausola di *tag along*, o di un *call* - o opzione di acquisto in senso stretto - , associato alla clausola di *drag along*.

Concretamente, nell'ipotesi di *tag along*, quando il socio opportunistista venda la sua partecipazione senza coinvolgere l'altro socio, il rimedio contrattuale più idoneo è assegnare all'espropriato il diritto (*rectius*, opzione) di vendere la sua parte al socio venditore (*put* o opzione di vendita): in questo modo, se l'espropriato decide di esercitare l'opzione, l'opportunistista si vede costretto a comprare la partecipazione di quest'ultimo nella società. La tutela accordata al socio pregiudicato/espropriato risulta assolutamente efficace, poiché, da un lato, egli si libera del rischio dell'espropriazione, liquidando la sua parte e lasciando dentro l'opportunistista; dall'altro, non viene pregiudicata l'efficacia giuridica del trasferimento (precisamente, del contratto di alienazione) tra l'opportunistista e l'espropriatore.

---

<sup>220</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 21.

<sup>221</sup> CHEMLAB, LUNGQVIST HABIB, "A analysis of shareholder agreements", *NYU center for Law and Business research paper, Working paper n°6*, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2.

In caso di esercizio del *drag along*, il rimedio del *call* - o opzione di acquisto - entra in gioco quando il socio estorsore si rifiuti di rispettare l'impegno di covendita assunto. In questa situazione, il socio con potere di vendita si libera della minaccia dell'"*hold up*", esercitando il suo diritto di acquistare la partecipazione dell'estorsore che, in virtù del *call*, è a sua volta costretto a vendere.

Oltre alla già sottolineata idoneità di questi strumenti (opzioni *call* e *put*) a sanzionare in maniera concreta ed efficace le condotte sleali dell'opportunista, va anche aggiunto essi attribuiscono ai patti di *tag along* e *drag along* un elevato grado di esecutività ad un costo relativamente basso, considerato che, per il loro funzionamento, le clausole non necessitano dell'intervento di un terzo e, nel caso in cui i soci opportunisti si rifiutano di adempiervi, possono essere eseguite coattivamente da un giudice<sup>222</sup>.

Pertanto, non può dirsi che le clausole siano "completamente autoesecutive", tuttavia la loro esecuzione forzata dipende da circostanze facilmente verificabili: accertato l'inadempimento, in caso di *put*, il giudice dovrà solo ordinare il sequestro del prezzo della vendita; in caso di *call*, dovrà solo sostituire la volontà dell'estorsore, affinché abbia

---

<sup>222</sup> Abbiamo visto in precedenza come un ulteriore aspetto che consente la salvaguardia dei diritti dei soci beneficiari delle clausole di covendita è che spesso, per l'operatività delle clausole stesse, si utilizzino strumenti accessori che ne facilitino l'adempimento. Sul tema, si pensi alla possibilità che al socio beneficiario del *drag along* venga rilasciato, al momento della stipula dell'accordo di covendita, un mandato irrevocabile a trasferire le azioni (in tal modo garantendo l'immediato eventuale trascinarsi), evitando ulteriori trasferimenti successivi e in modo da sottrarsi al rischio di inadempimenti, ad esempio, proprio della opzione *call*.

luogo il trasferimento<sup>223</sup>.

Il vantaggio di questi meccanismi è che sono più efficaci dell'“*enforcement*” attraverso l'intervento di soggetti terzi rispetto alla relazione, quali gli organi della giurisdizione o gli arbitri. Nel caso di inadempimento, in assenza delle opzioni pure (*put* e *call*), il socio pregiudicato dovrebbe portare i patti dinanzi al giudice per obbligare la controparte ad adempiere, con l'inconveniente che l'esecuzione giudiziale non è esente da difficoltà<sup>224</sup>. Infatti, il giudice potrebbe incontrare difficoltà nella valutazione degli interessi coinvolti e della sussistenza dell'illecito e del conseguente pregiudizio. Dato, dunque, che né il livello di investimenti specifici e né l'opportunità associato agli stessi sono facilmente verificabili da parte del giudice, è naturale attendersi che la tutela giudiziale fornisca, in questi casi, una protezione debole ed inefficiente. Anzi, nel peggiore dei casi, potrebbe accadere, ad esempio, che il giudice ritenga una clausola di *tag along* inopponibile al terzo acquirente, perché estenderebbe la sua efficacia nei confronti di soggetti terzi rispetto alla clausola stessa (principio di relatività dei contratti), o che una clausola di *drag along* sia una clausola abusiva

---

<sup>223</sup> Va precisato, perciò, che, attribuendo un patto di opzione al beneficiario il diritto potestativo a concludere il contratto, è pacifico che, in caso di una condotta dell'concedente opzione che ne impedisca la conclusione, l'opzionario possa rivolgersi all'autorità giudiziaria ed ottenere una sentenza costitutiva ex art. 2932 cod. civ.

<sup>224</sup> Fondamentalmente, ci confrontiamo con i costi associati ai contratti scritti che, come sappiamo, sono pattuizioni incomplete per definizione, per cui alcuni elementi relativi all'adempimento non possono essere accertati senza alcun dubbio dal giudice che ne verifica l'osservanza.

imposta al socio minoritario nell'interesse della maggioranza<sup>225</sup>.

Certamente, per rendere più agevole l'intervento giudiziale si potrebbe pensare di dotare il patto di una disciplina particolarmente analitica ed esplicativa, ma questa alternativa ha le sue contropartite. La strategia contrattuale del dettaglio<sup>226</sup> è, da un lato, molto costosa, perché comporta negoziazioni complicate ed inutili che, non per questo, si cristallizzano in accordi efficienti; dall'altro, implica una assoluta rigidità, talvolta ostacolando interscambi produttivi (che potranno considerarsi tali quasi sempre *ex post* e mai *ex ante*), talvolta salvaguardando condotte opportuniste sopravvenute e non previamente considerate.

Per questo, la ragionevolezza consiglia, in termini generali, di mantenere un certo grado di incompletezza dei contratti e, in termini particolari, qualora subentrino ulteriori difficoltà nell'accertamento dell'adempimento, dotare i contratti di meccanismi di "autoesecuzione".

Sebbene i meccanismi di "*self-enforcement*" (letteralmente, auto-esecuzione) siano strumenti assolutamente efficienti<sup>227</sup>, essi non sono l'unica alternativa all'esecuzione giudiziale. Possiamo e dobbiamo tener conto, allo stesso modo, dei meccanismi di adempimento extragiuridici (ad esempio, reputazione, interazioni ripetute, etc.)<sup>228</sup>, atteso che, solo

---

<sup>225</sup> Su questa questione ci si è già soffermati in merito alle conclusioni formulate nella pronuncia del Tribunale di Milano del marzo 2008.

<sup>226</sup> I cosiddetti contratti completi, opposti a quelli incompleti, a cui si è fatto ampio riferimento.

<sup>227</sup> Si vedano le riflessioni compiute in merito.

<sup>228</sup> Sul punto va precisato che "*i mercati sono in grado di realizzare sistemi di enforcement endogeni o privati e istituzioni, capaci di risolvere il problema dell'allineamento degli incentivi, grazie alla implementazione di un meccanismo, ad*

quando esiste la possibilità che queste forme di esecuzione falliscano, ha senso fare largo all'*enforcement* del contratto attraverso le opzioni suddescritte.

Sembrerebbe, dunque, preferibile che i sottoscrittori delle suddette clausole privilegino forme di protezione caratterizzate dalla autoesecutività.

In questa prospettiva, appare chiaro che le opzioni ed i meccanismi di *enforcement* extragiudiziali si propongano come veri e propri surrogati della tutela giudiziale particolarmente idonei a realizzare gli scopi previsti dalle parti.

### **3. Il carattere parasociale (rinvio).**

I patti di covendita, che permettono ad un socio di reagire nei confronti dell'opportunismo dell'altro in maniera efficace (ad esempio, accodandosi o trascinando nella vendita), non attengono alla struttura ed al funzionamento della organizzazione societaria, ma definiscono le relazioni dei soci tra di loro. Questo dato spiega come le clausole di *tag along* e di *drag along* si rinvercano generalmente e normalmente nei patti parasociali.

---

*opera dei singoli soggetti in relazione (enforcement bilaterale) o di una pluralità di agenti sul mercato (enforcement multilaterale), che incentiva comportamenti onesti e sanziona l'opportunismo. L'enforcement si identifica sostanzialmente con il concetto di reputazione (con o senza informazione incompleta sulle caratteristiche degli agenti). I contratti stabiliti in queste situazioni sono definiti self-enforcing, poiché la loro applicazione è assicurata dall'autonomo comportamento degli agenti".*

In queste ipotesi, il requisito fondamentale per la realizzazione dell'*enforcement* è che l'interazione tra i soggetti non sia unica ma si ripeta nel tempo. SCOPPA, *Op. ult. cit.*, 2.

La discussione terminerebbe qui se non si dovesse registrare la progressiva tendenza ad inserire le suddette clausole all'interno degli statuti societari.

Del problema si darà conto nei paragrafi seguenti.

### **3.1 Modo di impiego dei patti di *tag along* e di *drag along*.**

Nell'esperienza italiana la struttura di queste clausole non sempre si adatta alla descrizione ed alla caratterizzazione fornita in questo lavoro, essendo stata individuata una tendenza ad utilizzare questi patti in una forma che risulta estranea alla logica che abbiamo finora esposto.

Così, ad esempio, la non sufficiente conoscenza della funzione di queste clausole e della loro reale portata conduce sempre più spesso ad incorporarle negli statuti societari, proprio al fine di dotarli di un *enforcement* propriamente societario (*infra*).

### **3.2. Clausole statutarie o parasociali?**

Tra gli operatori giuridici<sup>229</sup> è avvertita una certa preoccupazione ad inserire le clausole di covendita negli statuti sociali, poiché, come prescrive la legge, sia per le società per azioni che per le società a responsabilità limitata<sup>230</sup> sussiste l'obbligo di iscrizione presso il registro delle imprese.

Per contro, non sorprende la scelta adottata di recente di introdurre

---

<sup>229</sup> Non limitatamente al diritto italiano, ma anche nel resto d'Europa. La questione, infatti, si pone con riferimento anche al diritto spagnolo, in cui vi è la forte perplessità nell'inserire le clausole di covendita negli statuti societari, anche in virtù della necessaria iscrizione presso i pubblici registri (cd. "Registro mercantil").

<sup>230</sup> Le due forme di società in cui vengono utilizzate le clausole di covendita.

le clausole a livello statutario, soprattutto se teniamo in considerazione l'idea che buona parte dei nostri operatori giuridici ha dei patti parasociali. Da un lato, infatti, essi sono solitamente considerati come negozi "oscuri"<sup>231</sup> dietro i quali si nascondono accordi che travalicano i limiti tracciati dalle norme imperative del diritto societario; dall'altro lato, le possibilità di "enforcement" degli accordi parasociali è minore rispetto alle clausole statutarie, atteso che, in linea di principio, la loro violazione risulta irrilevante per la società.

Alla luce di tali considerazioni, se una delle parti decidesse di non adempiere alla clausola di *tag along* contenuta in un patto parasociale, il socio vittima dell'inadempimento non potrebbe esigere dalla società di ignorare quel trasferimento, poiché si tratterebbe di un trasferimento realizzato contravvenendo ad un patto che non è opponibile alla società e, quindi, potrà solo pretendersi dal socio inadempiente il risarcimento del danno verificatosi a causa della vendita. E nel caso di previsione di una clausola di *drag along* a livello parasociale, il socio opportunisto avrebbe potuto ignorare l'impegno assunto, rifiutandosi di vendere le sue azioni o partecipazioni, senza consentire il trascinarsi: anche una simile condotta inadempiente resterebbe ai margini della vita societaria e, di conseguenza, non potrebbe essere attivato alcun rimedio societario nei confronti del socio opportunisto (ad esempio, la sua esclusione), potendo il socio vittima dell'inadempimento soltanto esigere

---

<sup>231</sup> Bisogna analizzare bene le opinioni di dottrina e giurisprudenza in merito ai patti. Dobbiamo ricollegarci alla prima parte del lavoro, dove sono state delineate tutte queste questioni.

l'adempimento in forma specifica del patto o, più probabilmente, invocare il risarcimento del danno subito<sup>232</sup>.

La soluzione proposta, e negli ultimi tempi attuata proprio per mitigare queste carenze del parasociale, consiste nel dotare le clausole di *tag along* e di *drag along* di rango statutario, includendole nello statuto e convertendole in un ulteriore elemento dell'architettura organizzativa della società.

Le clausole di covendita inserite negli statuti saranno rilevanti nei rapporti tra i soci e saranno opponibili ai terzi; i soci avranno la sicurezza che le azioni o le partecipazioni sociali non potranno essere trasferite a terzi in violazione delle relative previsioni statutarie, pena la inefficacia del trasferimento ed il rifiuto di iscrizione dell'acquirente nel libro soci.

Inoltre, sul fronte della tutela, il socio leso potrà chiedere in sede giudiziale di dare esecuzione specifica all'accordo (richiedendo, nel caso di *tag along*, l'inserimento delle sue azioni o delle sue partecipazioni o di parte di esse nella vendita; nel caso di *drag along*, l'estromissione dalla società, chiedendo l'esecuzione forzata del patto per acquistare le azioni o le partecipazioni e trasmetterle immediatamente al terzo interessato ad acquisire la società).

Sembra necessario, tuttavia, svolgere un attento esame delle condizioni di ammissibilità (in particolare) della clausola di *tag along*, alla luce dei principi inderogabili dell'ordinamento societario.

Infatti, con riferimento alla clausola di *tag along*, la dottrina più

---

<sup>232</sup> LACAVERE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 24.



attenta ne ha ammesso la previsione a livello statutario senza alcun ostacolo, soprattutto in relazione alla cd. efficacia reale della stessa. Altra parte della dottrina, al contrario, è ancora schierata a favore della tesi dell'efficacia meramente "obbligatoria" del patto, sia esso inserito in un patto parasociale o contenuto nello statuto.

Il dibattito in ordine all'efficacia obbligatoria e reale dei clausole statutarie limitative della circolazione delle partecipazioni non può dirsi, dunque, ancora sopito<sup>233</sup>.

---

<sup>233</sup> A fini comparatistici, va evidenziato come un giurista spagnolo (PERDICES, *Llevame contigo*, [www.uam.es](http://www.uam.es)) abbia paventato una inammissibilità della clausola di *tag along*, in violazione di norme sulla circolazione delle partecipazioni di s.p.a. ed s.r.l., che impediscono l'esercizio parziale del diritto di prelazione. Potendosi ricondurre anche le clausole di covendita ad una sorta di prelazione societaria, si è affermato che, nel momento in cui un socio di maggioranza decida di alienare la propria partecipazione (maggioritaria) ad un terzo e gli altri consoci decidessero di aderire a questa operazione, potrebbe sorgere il rischio di violare l'interesse originario dell'alienante, il quale, pur essendo tenuto a trascinare nella vendita i consoci, si trovi costretto a restare nella società, sebbene con una partecipazione minore rispetto a quella posseduta prima dell'operazione. In altre parole, come prevedono gli artt. 123.5 RMM (per le s.p.a.) e 30.2 LSRL (per le s.r.l.), sono nulle quelle clausole statutarie in base alle quali il socio che offra la totalità o parte delle proprie partecipazioni rimanga obbligato a trasferirne un numero differente rispetto a quelle inizialmente offerte. Così, nel caso in cui il socio in possesso di 50 azioni, pari al 70% della società, decida di alienarle integralmente e gli altri consoci decidano di aderire alla vendita (*tag along*), qualora il terzo acquirente non sia intenzionato ad acquisire anche le partecipazioni dei consoci (pari, ad esempio, rispettivamente al 20 ed al 10 per cento) ma le sole 50 azioni in principio offerte, l'operazione originaria si concluderà con la vendita, rispettivamente, di 35, 10 e 5 azioni, proporzionalmente rispetto alla partecipazione societaria dei tre soci. In questo modo, se dovessimo ammettere, in caso di esercizio del *tag along*, che, di fronte al rifiuto del terzo acquirente di acquistare integralmente le partecipazioni dei soci minoritari, le azioni offerte dal socio di maggioranza si ridurrebbero proporzionalmente, si rischierebbe alla base una inammissibilità della clausola di *tag along*, posto che, in violazione delle norme indicate, il socio di maggioranza rimarrebbe obbligato a trasferire un numero di azioni differente rispetto a quanto originariamente pattuito.

A tali affermazioni sono state mosse pesanti critiche, che evidenziano quale sia la vera natura e la funzione delle clausole di *tag along*.

Ciò premesso, valutata la possibilità di incorporare le clausole di covendita all'interno degli statuti societari, è necessario riconoscere che questa collocazione presenta alcuni inconvenienti.

Il primo è che tale inserimento porta a rinunciare alle altre forme di “*enforcement*” che, come abbiamo avuto occasione di verificare, sono ugualmente od anche più efficaci dell’”*enforcement*” tipicamente societario (ad esempio, *put* con penale, nel *tag along*; o *call* con sconto nel *drag along*). In secondo luogo, la collocazione in statuto ha dei costi importanti, derivanti dalla riconfigurazione di questi patti come clausole restrittive della libera trasmissibilità delle partecipazioni.

Infatti, quando si includono le clausole di *tag along* e di *drag along* all'interno degli statuti, esse si trasformano – in modo più o meno cosciente – in una restrizione della facoltà dei soci di disporre liberamente delle proprie azioni o partecipazioni, cosicché una clausola

---

Contro gli argomenti svolti, si è tenuti a ricordare qual è l'ambito di applicazione e la ratio di queste norme: esse si applicano ad una tipologia particolare di clausole limitative alla libera trasmissibilità delle azioni e partecipazioni, ossia alle clausole configurate come un diritto di prelazione, cercando di evitare che il socio che abbia manifestato la volontà di trasmettere un determinato numero di azioni o di partecipazioni sia obbligato a trasferire ai prelazionari un numero di azioni diverso rispetto a quello inizialmente previsto. In apparenza, è evidente che l'effetto di “accompagnamento” che genera la clausola di *tag along* non ha niente a che vedere con il risultato che le suddette norme pretendono di evitare: far entrare nella vendita (al terzo) l'altro socio e, con questo, costringerlo (a trasferire anche la sua quota e pertanto) al trasferimento della totalità delle azioni o partecipazioni al terzo. La conclusione non cambia anche se entra in gioco la regola della proporzione per consentire l'ingresso dell'altro socio nell'operazione. A differenza del socio che si trova di fronte ad un diritto di prelazione, il socio vincolato da una clausola di *tag along* non compie nessuna offerta che lo possa collocare nell'obbligo di vendere la società a condizioni non volute. Inoltre, sarà sempre in tempo a non intraprendere una poco vantaggiosa vendita. Di qui, non è giustificabile estendere a queste ipotesi la applicazione delle menzionate regole (LCAVE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*,25).

di *tag along* cessa di essere un patto che obbliga il socio con potere di vendita di includere l'altro socio nell'operazione, e che è coercibile attraverso la previsione di un *put*, per trasformarsi in una clausola che consente ad un socio di opporsi a che la trasmissione produca effetti nei confronti della società, se le sue azioni non sono incluse nell'operazione. *Mutatis mutandis*, una clausola di *drag along* cessa di essere un impegno di vendita congiunta (covendita), attuabile attraverso un *call*, per convertirsi in una clausola che consente al socio venditore di riscattare le azioni dalle mani del socio inadempiente al prezzo offerto dal compratore.

Vale a dire che queste clausole, una volta incluse negli statuti, contribuiscono a definire la posizione del socio nella società limitandone il potere di disposizione ed attivando reazioni "istituzionali" dell'ente in relazione alla violazione delle regole sociali.

Il problema è che la trasformazione di questi patti in clausole statutarie limitative della facoltà di trasferimento riduce la loro attitudine a salvaguardare gli interessi in gioco, poiché, da un lato, in determinati casi, rende inadeguata la protezione (*infra a*); dall'altro, perché sussiste il rischio che questa stessa protezione possa essere facilmente eliminata (*infra b*).

**a) Inadeguatezza della protezione.**

La configurazione statutaria di queste clausole può risultare inadeguata poiché, di fatto, ridisegna la sua struttura ed il suo funzionamento.

Tale fenomeno si apprezza con particolare chiarezza in caso di clausole di *tag along*.

L'inclusione del patto negli statuti e l'iscrizione nel registro delle imprese impediscono al compratore di addurre la mancata conoscenza del vincolo posto alla libera trasferibilità delle azioni o delle partecipazioni societarie. Tuttavia, il compratore potrà pur sempre invocare il contenuto della sua offerta, e cioè che la sua intenzione è quella di acquistare solo una determinata partecipazione e non una superiore. Pertanto, per assicurare, da un lato, che l'altro socio possa accodarsi alla vendita e, dall'altro, che si rispetti l'offerta formulata dal compratore, appare inevitabile applicare una regola di distribuzione proporzionale, che consente di ripartire l'offerta di acquisto formulata del compratore tra i soci titolari del diritto di covendita (allo stesso modo in cui si ripartiscono tra i soci le azioni di nuova emissione o quelle oggetto del diritto di prelazione).

Tuttavia, il problema è che la distribuzione dell'offerta tra i soci conduce ad un risultato che non beneficia nessuno, poiché questi (cioè il venditore ed i beneficiari della clausola si trovano imprigionati nella società insieme al compratore: questo effetto “catenaccio”<sup>234</sup>, dunque, è in grado di proteggere assai poco quel socio che voglia difendersi dall'ingresso di un espropriatore, mettendo in vendita la propria partecipazione, poiché ovviamente nessuno avrà interesse a rimanere imprigionato nella società con un espropriatore, sebbene sia accompagnato dal socio opportunista.

---

<sup>234</sup> Cui si era fatto riferimento in precedenza.

Questo risultato pone in rilievo l'inadeguatezza dell'"enforcement" organizzativo in relazione ad una clausola come quella di *tag along*, giacché la regola della ripartizione proporzionale contrasta con le finalità proprie del patto e conduce ad un assetto proprietario incompatibile con gli interessi perseguiti dai soci originari.<sup>235</sup>

**b) Eliminazione della protezione.**

La riconfigurazione delle clausole di *tag along* e *drag along* come clausole limitative alla circolazione delle partecipazioni porta con sé un pericolo notevole e non sempre debitamente valutato.

L'abbandono dell'ambito parasociale sottopone queste clausole al regime statutario, comportando, fondamentalmente, tre conseguenze:

- la prima è che la clausola diviene vincolante per tutti i soci, inclusi quelli che entreranno successivamente a far parte della società;
- la seconda è che essa dovrà essere oggetto di una interpretazione oggettiva e non soggettiva (come, invece, avviene in relazione agli accordi non statutari);
- la terza è che potrà essere modificata dalla maggioranza assembleare e non con il consenso di tutte le parti, come accade per la modifica dei patti parasociali<sup>236</sup>.

Dunque, è come dire che l'inclusione di queste clausole negli statuti pone nelle mani del socio maggioritario la chiave per modificarle; cosicché, se costui lo riterrà opportuno, potrà eliminarle quando

---

<sup>235</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 26.

<sup>236</sup> LACAVE e GUTIERREZ, *Op. ult. cit.*, 27.

dovessero risultargli scomode o pregiudizievoli<sup>237</sup>.

Si deve, dunque, concludere che il cd. l'“*enforcement*” organizzativo o istituzionale di queste clausole non appare idoneo a fornire una tutela adeguata, considerato che le finalità perseguite dalle clausole consistono nel dominare l'opportunismo associato all'esercizio dei diritti di uscita/permanenza del socio.

Per dominare condotte opportunistiche, infatti, non c'è bisogno di alterare i poteri di disposizione del socio sulle sue partecipazioni, poiché basterà semplicemente assicurare a costui la possibilità di reagire contro l'opportunismo dell'altro socio accodandosi alla vendita altrui o trascinandolo nella propria, anche attraverso la previsione di un *put* o un *call*): risultato che può agevolmente ottenersi mediante lo strumento contrattuale del patto parasociale.

---

<sup>237</sup> Sull'inserimento e modifica delle clausole statutarie di covendita, vedi DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e Trascinamento*, in *Notariato*, 2/2009, 169.

## **BIBLIOGRAFIA**

**ANGELICI**, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in COLOMBO-PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, UTET, 2004

**ANGELICI**, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in. *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, Utet, 1991

**ASCARELLI**, *Sui limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Banca borsa*, 1953

**ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE**, *Il nuovo diritto delle società. Società di capitali e cooperative*, Bologna, 2003

**AUTERI**, *Diritto ed economia. L'analisi economica del diritto e la proprietà industriale*. Università degli studi di Padova, Quaderni di ricerca, 2/2005

**BELLANTUONO**, *Analisi economica del diritto*, Uniservice, 2005

**BERNARDI**, *Gli aspetti legali*, in GERVASONI-SATTIN (a cura di), *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, 2008

**BESSONE**, *Istituzioni di diritto privato*, Torino, 2000

**BETTI**, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Tratt. dir. civ. it.*, a cura di VASSALLI, Torino, 1993

**BIANCA**, *La vendita e la permuta*, in *Tratt. Vassalli*, Torino, 1972

**BIANCA**, *Diritto civile, III, Il contratto*, Milano, 1984

**BIANCA**, *Il contratto*, Giuffrè, 2000, 338

**BIGIAMI**, *La clausola di gradimento al trapasso delle azioni*, in *Riv. Trim. Dir. e proc. Civ.*, 1953

**BLANDINI**, sub.artt. 2341bis e 2341 ter, in *Cod. Fauceglia – Schiano di Pepe*, I, Torino, 2006

**BONFANTE**, *L'opzione nei contratti di vendita*, *RDCo*, 1930

**BONILINI**, *La prelazione volontaria*, Milano, 1984

**BONLINI**, *La denuntiatio nella prelazione volontaria*, in *Contratto e impresa*, 1993

**BORGIOLI**, *Le clausole di gradimento nella legge n°281 del 1985*, in *Giur. Comm.*, 1986

**BUONOCORE**, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960



**BUONOCORE**, *Clausola di gradimento al trasferimento delle azioni e tutela della qualità del socio*, in *Foro pad.*, 1971

**CAIANIELLO**, *Osservazioni intorno alla causa ed alla forma del contratto a favore di terzi*, *ND*, 1962

**CAMPOBASSO**, *Diritto delle società*, Torino, 2002

**CAMPOBASSO**, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2009

**CARIOTA FERRARA**, *Diritti potestativi, rappresentanza contratto a favore di terzo*, *RDC*, 1960

**CARNEVALI**, *Mandato*, in *Enc. Giur.*, XX, Roma, 1990

**CASTELLANO**, *Fine delle clausole di gradimento*, in *Giur. Comm.*, 1978

**CASTELLANO**, *Declino delle clausole di gradimento*, in *Giur. Comm.*, 1983

**CHEMLAB, LUNGQVIST HABIB**, “A analysis of shareholder agreements”, *NYU center for Law and Business research paper, Working paper n°6*, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

**CHERUBINI**, *La promessa del fatto del terzo*, Milano, 1992

**CHIONNA**, *La pubblicità dei patti parasociali*, Milano, 2008

**CIAN**, *La sostituzione nella rappresentanza e nel mandato*, RDC, 1992

**CIAN**, *La revoca del mandato*, Padova, 1992

**COOTER, MATTEI, MONATERI. PARDOLESI, ULEN**, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999

**COTTINO**, *Società per azioni*, in *Nss. D.I.*, XVII, Torino, 1970

**CORSI**, *Il fantasma della clausola di gradimento*, in *Giur. Comm.*, 1986

**D’ALESSANDRO**, nota a Cass. N°2763/73, in *Giur. Comm.*, 1975

**D’ALESSANDRO**, *Patti di “co-vendita” (Tag Along e Drag Along)*, in *Riv. Dir. Civ.* n°4/2010

**DALMARTELLO**, *La società di fronte alla circolazione delle proprie azioni*, in *Riv. Soc.*, 1966

**DAL SOGLIO**, *Commento all’art. 2355-bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005

**DAMASCELLI**, *Appunti in tema di contratto a favore di terzi*, RN, 1974

**D’ARCANGELO**, *La promessa del fatto del terzo*, in *Obbligazioni e contratti*, Torino, 12/2006

**DE MARTINI**, *Struttura del rapporto obbligatorio generato dal patto di opzione*, GCCC, 1948

**DE MARTINI**, *Forma e trascrivibilità del patto di opzione*, GCCC, 1948

**DENOZZA**, *Sopravvivenza (ma entro quali limiti?) delle clausole di gradimento*, in *Giur. Comm.*, 1979

**DENOZZA**, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Giuffrè, 2002

**DENTAMARO**, *Clausola di prelazione tra interesse della società e diritti individuali dei soci*, in *Giur. It.* 2002

**DI BITONTO**, *Clausola statutaria di drag along: chi era costei?*, in *Le Società*, 11/2008

**DI LORENZO**, *Ammissibilità del contratto di opzione a favore di terzo*, nota a Cass., 1 dicembre 2003, n. 18321, in *Notariato*, 2005

**DI MAJO**, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2003

**DI NOLA**, nota a Trib. Milano 10.3.2006, 2007

**DI SABATO**, *Manuale delle Società*, Torino, 1995

**DI SABATO**, *Manuale delle società*, Utet, 1999

**DI SABATO**, *Diritto delle società*, Milano, 2003

**DONATI**, *Clausola di drag along, equa valorizzazione e tutela del socio di minoranza*, in *Nel Diritto*, 11/2009

**DIVIZIA**, *Clausole statutarie di covendita e Trascinamento*, in *Notariato*, 2/2009

**DONATIVI**, *Commento all'art.2341-bis*, in *Società di capitali. Commentario a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres*, I, Napoli, 2004

**ENRIETTI**, *Il contratto per persona da nominare*, Torino, 1950

**EREDE**, *Clausole di prelazione sociale e parasociale: tipi ed effetti*, 2002

**EREDE**, *I sindacati di blocco*, Relazione presentata al Convegno su *I patti parasociali*, 12 novembre 2002, Paradigma, Milano

**FABBRINI**, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. Comm.*, 5/2009

**FARENGA**, *I contratti parasociali*, Milano, 1987

**FARENGA**, *Patti parasociali*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, XI, Torino, 1995

**FAUCEGLIA**, *Patti parasociali*, in *Enc. Dir.*, V, Milano, 2001

**FERRARI**, nota a Trib. Catania 5.5.2003, in *Società* 2004

**FERRI**, *Sugli effetti inter partes del mancato gradimento del consiglio di amministrazione al trasferimento delle azioni*, in *Banca borsa*, 1954

**FERRI**, *Le società*, in *Tratt. Vassalli*, X, 3, III ed. Torino, 1987

**FIORIO**, Sub. Artt.2341 bis e 2341 ter, in *Comm. Cottino*, I, Bologna, 2004

**FOIS**, *I patti parasociali*, in *Diritto societario: dai progetti alla riforma*, Atti del convegno, Courmayeur, 27-28 settembre 2002

**FONTANA**, *I patti parasociali*, in BORTOLUZZI (a cura di), *La riforma della società. Aspetti applicativi*, Utet, 2004

**FRANCHI-BATTISTA**, *Rassegna di dottrina e giurisprudenza sulla prelazione convenzionale*, in *RN*, 1997

**FRANZONI**, *Introduzione all'economia del diritto*, Bologna 2003

**FRANZONI**, *Il contratto e i terzi*, in GABRIELLI (a cura di), *I contratti in generale*, tomo II, Torino, 2006

**FRATINI – BASCHETTI**, *Le società di capitali*, Milano, 2010

**FRATTINI**, *L'opzione*, in AA.VV., *I contratti in generale*, a cura di Alpa-Bessone, Torino, 1991

**FRÈ**, *Società per azioni*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1982

**FRIEDMAN**, *L'ordine del diritto. Perché l'analisi economica può servire al diritto*, Bologna, 2004

**GABRIELLI**, *Il contratto preliminare*, Milano, 1970

**GABRIELLI**, *Il rapporto giuridico preparatorio*, Milano, 1974

**GABRIELLI**, voce "Opzione", in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1990

**GABRIELLI**, *Il contenuto e l'oggetto*, in GABRIELLI (a cura di), *I contratti in generale*, tomo I, Torino, 2006

**GALGANO**, *Diritto Commerciale, II, Le società*, Bologna, 1986

**GALGANO**, *La società per azioni*, in *Tratt. Dir. Comm. Galgano*, VII, Padova, 1988

**GALGANO**, *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2001

**GALGANO**, *Il nuovo diritto societario*, in *Tratt. Galgano*, Padova, 2003

**GAMBINO**, *Le clausole di gradimento dopo la legge 4 giugno 1985, n°281*, in *Giur. Comm.*, 1986

**GATTI**, *L'iscrizione del libro dei soci*, Milano, 1969

**GATTI**, *Introduzione successive delle clausole di gradimento e cambiamento della legge di circolazione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1970

**GAZZONI**, *Profili della riserva di nomina del contraente*, GCo, 1982

**GAZZONI**, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2006

**GIAMPAOLINO**, *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008

**GIRINO**, *Studi in tema di stipulazione a favore di terzi*, Milano, 1965

**GORLA**, *Note sulla distinzione tra opzione e proposta irrevocabile*, RDC, 1962

**GORLA**, *Problemi sulla cedibilità dell'offerta contrattuale (di scambio), dell'opzione e del contratto preliminare*, RDC, 1962

**GRAZIADEI**, voce "Contratto per persona da nominare", in *DDPciv*, Torino, 1989

**GRAZIADEI**, voce "Mandato", in *DDPciv*, Torino, 1994

**GRAZIANI**, *In tema di limiti alla trasferibilità delle azioni*, in *Banca borsa*, 1954

**GROSSMAN e HART**, *The cost of benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration*, in *Journal of Political economy*, 1986

**LACAVE e GUTIERREZ**, *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad*, in *InDret*, 1/2007

**LAZZARA**, *Il contratto per persona da nominare*, Milano, 1965

**LENER**, *Appunti sui patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. Privato*, 2004

**MACCABRUNI**, nota critica a Trib. Milano 25.2.88, ivi 1989, II

**MACRÌ**, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007

**MAJELLO**, voce “Opzione” in *DDPciv*, Torino, 1989

**MASTROPAOLO**, *Promessa del fatto altrui, garanzie personali e sindacati di voto*, *RDCo*, 1992

**MATTEI**, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*

**MATTURRI**, nota a Trib. Bologna in *Soc.*, 1994

**MELI**, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*,



Napoli, 1991

**MEOLI - SICA**, *I patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.*, n. 5/2003

**MESSINEO**, *Il contratto in genere*, I, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1968

**MINERVINI**, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, Roma, 1961

**MIRANDA**, nota a Cass. 30 settembre 2005, n. 19203, in *Vita not.*, 2006, 1

**MOLLA**, *Il mandato nella giurisprudenza*, Padova, 1977

**NANNI**, *L'interposizione di persona*, Padova, 1990

**NICITA - SCOPPA**, *Economia dei Contratti*, Carocci, 2005

**OPPO**, *Contratti parasociali*, Milano, 1942

**OPPO**, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv.dir.civ.*, vol. I, 1987

**OPPO**, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Diritto delle società. Scritti giuridici*, II, Padova, 1992

**PACCHIONI**, *Della promessa di vendita con la cosiddetta clausola di opzione*, FI, 1927

**PANZARINI**, *Il contratto di opzione – I. struttura e funzioni*, Milano, 2007

**PAPANTI – PELLETTIER**, *Rappresentanza e cooperazione rappresentativa*, Milano, 1984

**PARDOLESI**, *Analisi Economica del Diritto*, voce del *Digesto civ.*, I.

**PASSAGNOLI**, *La disciplina della prelazione societaria*, in *Prelazione e gradimento nella circolazione delle partecipazioni sociali*, Cedam, 1997

**PEDERSOLI**, *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di BONELLI e JAEGER, Milano, 1993

**PELLIZZI**, *Obbligo di contrarre con terzi in nome e per conto proprio*, in *Foro pad*, 1950

**PERDICES**, *Llevame contigo*, [www.uam.es](http://www.uam.es)

**PEREGO**, *I vincoli preliminari e il contratto*, Milano, 1974

**PEREGO**, *Il patto di prelazione e l'art.2932 codice civile*, in *Giur. It.*, 1976

**PICCIAU**, *Patti parasociali*, in P. MARCHETTI – L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, I, Milano, 1999

**PICCIAU**, Sub. Artt. 2341-bis e 2341-ter, in *Comm. Marchetti*, Milano, 2007

**PICONE**, *Contratto di acquisto di partecipazioni azionarie*, Milano, 1995

**PONTI – PANELLA**, *La preferenza nel diritto societario e successorio*, Milano, 2002

**PONTI – PANELLA**, *Le partecipazioni sociali ingovernabili*, Milano, 2006

**POSNER**, *Economic Analysis of Law*, Little, Brown &Co., Boston/Toronto, 1986

**PROVERBIO**, *I patti parasociali*, IPSOA, 2004

**PUGLIATTI**, *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1964

**REGOLI**, *L'opzione*, in AA.VV., *La vendita*, a cura di Bin, I, in *I grandi orient. della giur. civ. e comm.*, Padova, 1994

**RESCIO**, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.* 1991

**RESCIO**, *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO E PORTALE, III, Torino, 1994

**RINALDI**, *Validità della clausola di prelazione nella vendita fallimentare di quote di s.r.l.*, nota a Cass. 14 gennaio 2005, n. 691, in *Le società*, 2005

**RIVOLTA**, *La società a responsabilità limitata*, Milano, 1982

**ROBINSON - STUART**, *Financial contracting in biotech strategic alliances*, in *Working paper*, 2002

**ROPPO**, *Il contratto*, Giuffrè, 2001

**ROPPO**, *Il contratto*, in IUDICA e ZATTI (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Milano, 2001

**RUBINO**, *La compravendita*, in *Trattato di diritto civile commerciale*, Milano, 1962

**RUOPPOLO**, *Appunti sul contratto a favore di terzi*, GC, 1966

**RUSCONI**, *Clausole di gradimento e clausole di prelazione nella recente prassi societaria*, in *Riv. soc.*, 1958

**SACCO**, in Sacco, De Nova, *Obbligazioni e contratti*, II, *Tratt. Rescigno*, 10, Torino, 1982

**SACCO**, *L'opzione*, in Sacco-De Nova, *Il contratto*, in *Tratt. di dir. civ.*, dir. da Sacco, Torino, 1993

**SALOMONI**, *Funzione e disciplina della clausola di gradimento*, in *Prelazione e Gradimento*, AA.VV., Cedam, 1997

**SANTAGATA**, *Del mandato – Disposizioni generali, art.1703-1709*, in *Comm. Scialoja e Branca*, Bologna-Roma, 1984

**SANTINI**, *Società a responsabilità limitata*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1984

**SANTONI**, *Patti parasociali*, Napoli, 1985

**SANTOSUOSSO**, *La nuova disciplina dei patti parasociali*, in *Diritto & Giustizia*, 6/2003

**SBISÀ**, *La disciplina dei patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Nuova giur.civ. comm.*, 2004

**SBISÀ**, *Sub. Artt. 2341.bis e 2341-ter*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, V, 2006

**SCALFI**, *La promessa del fatto altrui*, Milano-Varese, 1955

**SHUMPETER**, *Capitalismo, socialismo e democrazia*, Milano, 1994

**SCIMENI**, nota a Cass. 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. comm.*, 1997, 520 ss

**SCOGNAMIGLIO**, *Dei contratti in generale*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, artt. 1321-1352, Bologna-Roma, 1970

**SCOPPA**, *Contratti Incompleti ed Enforcement Endogeno*, in *Economia Politica*, n. 3, Dicembre 2003

**SEMINO**, *I patti parasociali nella riforma delle Società di Capitali: prime considerazioni*, in *Le Società*, n. 2 bis/2003

**SIMONESCHI**, *Note critiche in tema di contratto per persona da nominare*, *RTPC*, 1968

**SPANO**, *La clausola di gradimento fra passato e avvenire*, in *Giur. Comm.*, 1979

**STASI**, *Promessa dell'obbligazione o del fatto del terzo*, in *NN.D.I.*, XIV, Torino, 1967

**STOLFI**, *La conclusione dei contratti per persona da nominare*, *RDC*, 1926 (ora in *ID.*, *Studi di diritto privato*, Milano, 1980)

**STOLFI**, *La promessa del fatto di un terzo*, *RDCo*, 1927

**STOLFI**, *In tema di limiti alla trasferibilità delle azioni*, in *Banca borsa*, 1957

**TUCCI**, *I patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005

**VATTERMOLI**, *Commento sub artt. 2354, 2355, 2355-bis e 2356 cod. civ.*, in SANTORO-SANDULLI, *La riforma del diritto societario*, Torino, 2003

**VENTORUZZO**, *Commento all'art. 122 dlgs. 58/98*, in MARCHETTI – BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza dlgs. 24 febbraio 1998, n.58. Commentario*, Milano, 1999

**VERZONI**, *Ancora sulla natura del patto di prelazione*, in *Giur. It.*, 1987

**VETTORI**, *Efficacia ed opponibilità del patto di preferenza*, Milano, 1988

**VISINTINI** (cur.), *Rappresentanza e gestione*, Padova, 1992

**VITA**, *La circolazione del titolo azionario*, in *Trattato teorico pratico delle società - Le società di capitali* a cura di SCHIANO DI PEPE, Ipsosa, 1998

**WEIGMANN**, *Clausola statutaria di covendita*, in *Giur.it.*, 2/2009

**WILLIAMSON**, *The economic Institutions of capitalism*, New York, 1995

**ZAMPERETTI**, *Le clausole di gradimento nella recente prassi statutaria*,  
in *Giur. comm.*, 1988

**ZUDDAS, MENICUCCI, PALMA**, *Ancora sui limiti al trasferimento delle  
azioni nella pratica statutaria*, in *Giur. comm.*, 1988

