

Patto parasociale

Il patto parasociale di “*first offer and first refusal*”

di Paolo Divizia

La clausola parasociale di *first offer/first refusal* rientra nella più ampia categoria dei sindacati di blocco e consiste nella possibilità accordata ad uno o più parasoci di acquistare la partecipazione di un aderente al patto prima che essa venga posta in vendita. Essa configura un diritto di “pre-acquistare” la partecipazione (quota o pacchetto azionario) prima cioè che esso sia immesso in un circuito di trattative con terzi. La clausola si articola in due sotto varianti e persegue numerose (e poco note) finalità operative nella gestione del rapporto fra socio industriale e finanziatore.

Definizione ed inquadramento

La clausola parasociale di *first offer/first refusal* (1) rientra nella più ampia categoria dei sindacati di blocco (2), in tal senso definiti in quanto miranti a vietare o limitare, con diversi livelli di intensità, il trasferimento a terzi delle partecipazioni detenute dai paciscenti in una data società.

Il limite può essere graduato e variare dall’inalienabilità assoluta per un dato periodo (c.d. clausole di “*lock up*”), alla possibilità di alienare unicamente agli altri paciscenti o solo dopo aver ottenuto il preventivo benestare di questi ultimi oppure ancora nell’obbligo di offrir loro le azioni in prelazione.

In essi emerge con chiarezza il perseguimento della finalità, richiesta dal legislatore, di stabilizzazione degli assetti proprietari (così testualmente l’art. 2341 *bis*, comma 1, c.c.).

Il patto di *first offer/first refusal* consiste nella possibilità accordata ad uno o più parasoci di acquistare la partecipazione di un aderente al patto prima che essa venga posta in vendita; in altre parole, si tratta del diritto di “pre-acquistare” la partecipazione (quota o pacchetto azionario) prima cioè che esso sia immesso in un circuito di trattative con terzi.

Fin da subito è importante osservare come a livello classificatorio “*first offer*” e “*first refusal*” costituiscono due sotto varianti procedurali del medesimo patto parasociale (3).

In prima approssimazione - e fatta sempre salva la valutazione della clausola a partire dalla tecnica redazionale impiegata come *infra* nel dettaglio analizzato - l’esplicazione del diritto di *first offer/first refusal* vive di un duplice momento documentale:

a) da un lato, vi è la formulazione dell’*invito a proporre* per mano del parasocio interessato alla dismissione ed indirizzato agli altri parasoci;

b) dall’altro, vi è la *proposta irrevocabile* di acquisto che deve fare seguito all’avvenuta ricezione dell’*invito a proporre* indicato sub a), la quale viene formulata proprio in conseguenza alla ricezione dell’*invito*. Il diritto di *first offer/first refusal* determina di per sé il sorgere di un aggravio procedimentale, che si esplica nell’impegno di informazione preventiva verso uno o più parasoci dell’intenzione di uscita dalla compagine sociale. Tecnicamente, sul fronte di colui che intende dismettere la partecipazione sorge un duplice impegno: in primo luogo, un obbligo di natura informativa che deve attuarsi tempestivamente e, in

(1) Ad un primo livello di approfondimento la clausola può essere intesa in senso unitario. Ad una seconda e più approfondita analisi tecnica della clausola, come si vedrà nel prosieguo del testo, *first offer* e *first refusal* sono due varianti strutturali della medesima fattispecie.

(2) Se collocata in seno ad un patto parasociale, la clausola in parola dovrà dunque essere contenuta in termini temporali di efficacia nel quinquennio previsto ex art. 2341 *bis*, comma 2, c. c. (per la S.p.a. e le S.r.l. che controllano S.p.a.) ovvero entro convenienti limiti di tempo ex art. 1379 c.c. (per le S.r.l.).

(3) Peraltro la scarna dottrina che si è occupata del tema sovente sovrappone le terminologie. Pienamente condivisibile è la distinzione, fondata anche sul dato redazionale della clausola, proposta da G.A. Mazza, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, 2017, 176-178; a mio avviso non condivisibile è, invece, la dizione “*first refusal offer*” (rispetto alla descrizione del contenuto sostanziale della clausola) indicata da E. Tartaglia, *Acquisto di quote societarie e pacchetti azionari*, Santarcangelo di Romagna, 2014, 33.

secondo luogo, un obbligo di formulazione per iscritto di un invito a proporre.

Nella costruzione di un patto parasociale di prima offerta, il soggetto tenuto a garantire il diritto di *first offer* deve limitarsi a formulare una comunicazione che non integra il livello negoziale della proposta contrattuale, fermandosi ad un mero invito ad avviare la trattativa (4). Questo dato non è di poco momento per la dinamica contrattuale, atteso che il beneficiario del diritto di *first offer*, ove si convinca della bontà e della profittevolezza dell'operazione, con l'adesione alla stessa non integrerà l'accettazione di una proposta, bensì sarà tenuto a formulare esso stesso una proposta.

Dal punto di vista logico, dunque, ad un invito a proporre non consegue una accettazione (5), bensì una formale proposta irrevocabile di acquisto, redatta ai sensi dell'art. 1329 c.c.; dinanzi a detta proposta irrevocabile, il soggetto che *ab origine* ha dettato l'avvio della procedura in commento sarà libero di accettare o rifiutare.

Parzialmente differente, invece, è la struttura della più rara "*first refusal clause*". In essa, infatti, il ruolo centrale è svolto dalla proposta di vendita che si accompagna alla prima comunicazione e che proviene direttamente dal parasocio intenzionato ad uscire dalla compagine sociale. Si può affermare che questa variante è strutturalmente più snella e, in ragione della formulazione, tende a sovrapporsi ad una opzione *call* (in cui il parasocio "uscente" conviene con gli altri una proposta irrevocabile di acquisto della propria partecipazione ad un prezzo ed a condizioni prefissate) (6).

Finalità e *ratio economica dell'istituto*

Le finalità della clausola di *first offer/first refusal* sono differenti e debbono essere analizzate partitamente,

atteso che gli scenari in cui essa può essere impiegata sono molteplici.

In primo luogo, può osservarsi come vi sia un profondo legame fra l'istituto in esame e le più tradizionali figure del diritto di gradimento e prelazione. L'esperienza pratica insegna come la presenza di una clausola limitativa alla circolazione delle azioni/quote (qual è la prelazione e, più di rado, il gradimento) scoraggi *ab initio* il terzo-investitore nell'intraprendere una lunga trafila legale mirante a perfezionare l'acquisto.

Non secondari, infatti, sono i costi ad essa connessi, quali la *due diligence* legale e contabile preventiva ovvero i costi di reperimento di risorse sul mercato creditizio.

Con efficace espressione è stato definito il rischio "del socio che sta alla finestra", ossia di quel componente della compagine sociale che - sin da subito - sapendo di poter esercitare la prelazione con mezzi propri ad immediata disposizione, indirettamente si avvantaggia del grado di dettaglio informativo acquisito dal terzo in questa fase che precede il *closing* (7).

In dottrina, vi è chi ha descritto efficacemente questo rischio afferente la fase prenegoziale di acquisto come "il rischio corso dal terzo acquirente che, al termine di una negoziazione, dopo aver definito ed accettato i prezzi e le condizioni di trasferimento di un pacchetto di azioni, vede vanificare i suoi sforzi per il fatto che un azionista interno alla società, esercitando il diritto di prelazione, sia preferito a lui nella compravendita" (8).

A ben vedere, infatti, la presenza di una clausola di prelazione espone il terzo che aspira all'ingresso in società in una posizione "*lose to lose*" sotto tre aspetti:

- questi avvia l'indagine conoscitiva a proprie spese, impiegando tempo e risorse ed altresì rinunciando *medio tempore* ad altre opportunità contrattuali;

(4) L'invito a proporre è una dichiarazione che ha lo scopo di avviare la trattativa negoziale. Da parte di alcuni autori (D. Rubino, *La fattispecie e gli effetti giuridici preliminari*, Milano, 1939, 225 ss., citato da M.C. Diener, *Il contratto in generale*, Milano, 2002, 235, nota 259) si afferma che l'invito a proporre abbia un contenuto meno ampio e completo della proposta contrattuale (ad esempio, difettando del prezzo di vendita); quest'ultimo assunto non è, a mio avviso, condivisibile per il semplice fatto che l'invito a proporre può essere sì completo di ogni elemento negoziale, ma difettare alla radice di una volontà di concludere il contratto sottostante. È stato correttamente affermato che "si ha un semplice invito a proporre [*anche, ndr.*] nelle ipotesi in cui la parte che ha preso l'iniziativa, pur avendo reso noti tutti gli elementi essenziali del contratto, non voglia consentire all'altra parte di determinare senz'altro la conclusione, ma intende riservare a se stessa la decisione ultima" (P. Trimarchi, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 2016, 209).

(5) Da intendersi quale atto prenegoziale di adesione alla proposta, avente carattere unilaterale, recettizio e revocabile (così F. Santoro Passarelli, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1973, 210).

(6) Per una approfondita disamina del tema, corredata da esempi di tecnica redazionale, rinvio al mio scritto P. Divizia, *Patto di opzioni put and call*, in *Notariato*, 2017, 343-356.

(7) Il termine *closing*, assai diffuso nel mondo delle professioni legali, può essere utilizzato per individuare il giorno a partire dal quale - in Italia di regola a seguito della stipula di un atto notarile - si producono gli effetti di un determinato contratto (cfr. M. Speranzin, *Vendita delle partecipazioni "di controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, 26 nelle note di 27).

(8) Cfr. D. Proverbio, *I patti parasociali*, Milano, 2010, 87; nella stessa direzione, si segnala quanto affermato da M. Dilda, *La tutela dell'azionista istituzionale nelle transazioni di minoranza*, in AA.VV., *Tecniche di private equity*, Milano, 2003, 150 nella parte in cui descrive il c.d. *break up risk*.

- non può tenere segrete le valutazioni (di prezzo e modalità di acquisto) intercorse fra di esso ed il socio uscente, in quanto detti elementi negoziali debbono essere portati a conoscenza dei soci prelazionari nel rispetto del principio della “parità di condizioni”;

- laddove il terzo intendesse limitare il rischio di subire un acquisto in prelazione, l’unica strada percorribile è quella della sovra valutazione della partecipazione oggetto di trattativa (in altre parole, il rischio di subire un acquisto in prelazione è inversamente proporzionale alla iperfetazione del prezzo).

Ciò detto, si comprende in maniera più agevole come il patto parasociale di *first offer/first refusal* sia frequentemente richiesto da coloro i quali non ritengano conveniente concedere agli altri soci il diritto di prelazione, volendo dismettere la partecipazione posseduta, soprattutto alla luce del fatto che il diritto di prelazione può divenire un vero e proprio deterrente verso i terzi interessati all’acquisto per le ragioni sopra esposte. La clausola in esame è di grande utilità, dunque, nella dialettica fra soci finanziari e soci industriali. Il socio finanziario (9), infatti, di regola di minoranza, può avere un concreto interesse a prevenire l’esercizio del diritto di prelazione per mano del socio industriale di maggioranza; il primo infatti - essendo intenzionato a dismettere la propria partecipazione entro una precisa finestra temporale - ha buone ragioni per non volersi vedere limitato (neppure potenzialmente) il novero dei possibili terzi interessati all’acquisto.

Vi sono ulteriori finalità, meno note.

Il patto parasociale di *first offer/first refusal* garantisce, infatti, un elevato grado di impermeabilità delle informazioni sociali verso l’esterno. La clausola in parola, prevenendo in radice i contatti fra un socio intenzionato ad uscire ed un non definito numero di terzi interessati a rilevare la posizione, limita due conseguenze potenzialmente pericolose per la società: da un lato, una fuoriuscita di notizie e dati “sensibili” verso terzi estranei; dall’altro, un pregiudizio di immagine. La fuoriuscita di un socio, nei

mercati chiusi, di regola porta con sé delle conseguenze di instabilità della *governance* stessa, aspetto quest’ultimo indirettamente correlato al valore di mercato della società medesima.

Sotto altro profilo, nella prospettiva del socio di maggioranza, la clausola di *first offer/first refusal* realizza un significativo effetto anti-concorrenziale. Nella dismissione di una partecipazione di minoranza, infatti, la clausola previene indebite forme di lievitazione del prezzo, poiché a monte svolge una funzione di “filtro”, non consentendo in via preventiva una competizione sul prezzo di acquisto con il terzo. In presenza di un meccanismo di prelazione, infatti, il socio di maggioranza, dinanzi all’opportunità di incrementare percentualmente la propria partecipazione, è tenuto a comprare “a parità di condizioni” e dunque a versare al socio uscente il prezzo che quest’ultimo ha pattuito con il terzo estraneo.

Un’ultima finalità della clausola è quella di proporsi come contrappeso al funzionamento di alcune “*drag along clauses*”. Come noto, infatti, queste ultime attribuiscono al socio di maggioranza il diritto di trascinare nella negoziazione - inizialmente avente ad oggetto solo la partecipazione di questi - anche le partecipazioni degli altri soci. Il titolare del *drag along* (di regola, il socio di maggioranza (10)) ha dunque la facoltà di covedere “in trascinamento” anche le partecipazioni dei soci di minoranza, di fatto determinandone la fuoriuscita dalla compagine sociale e con ciò recidendo unilateralmente lo *status socii* dei medesimi. In assenza di un mercato liquido delle partecipazioni (S.r.l. e S.p.a. “chiuso”), il *drag along* si profila dunque come uno strumento di attuazione efficiente del disinvestimento dell’*equity*, il cui vero limite è rappresentato dal c.d. *floor* minimo di realizzo, ossia dal fatto che la partecipazione del socio di minoranza “trascinata” non potrà mai avere una valorizzazione inferiore al valore di liquidazione da recesso (11). Ad ulteriore tutela della valorizzazione

(9) Si tratta, di regola, del *venture capitalist*, ossia colui il quale svolge un’attività di finanziamento della società nelle prime fasi del ciclo imprenditoriale o in fasi di crisi finanziaria e gestionale, esponendo il proprio capitale ad un rischio (da qui l’espressione “capitale di ventura”). In linea di principio, il *venture capitalist* non intende permanere in società per un lungo periodo, essendo per contro interessato ad una remunerazione sul breve-medio periodo del proprio investimento. Trattandosi di una attività non meramente finanziaria, il *venture capitalist* richiede alla società cui è andato in soccorso di norma tre tipologie di diritti: a) un diritto di controllo sulla gestione; b) un ruolo, anche solo parziale, di gestione, attraverso la nomina di membri di fiducia nel c.d.a.; c) la predisposizione di una serie di meccanismi negoziali (statutari e parasociali) che rendano agevole il disinvestimento in equity effettuato (cfr. B. Szego, *Il venture capital come strumento per*

lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un’analisi di adeguatezza dell’ordinamento italiano, in *Quaderni di ricerca giuridica*, a cura di Banca d’Italia, n. 55, Roma, 2002, consultabile sul sito www.bancaditalia.it ed ivi rinvenibili molti riferimenti bibliografici).

(10) Secondo parte della dottrina (N. De Luca, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, Milano, 2013, 65 citato a sostegno della posizione assunta da G.A. Mazza, *op. cit.*, 258 nt. 71), non vi sarebbero limiti in ordine alla possibilità di riconoscere anche al socio di minoranza il diritto di *drag along*; per una parziale critica di questo punto, mi sia consentito il rinvio a P. Divizia, *Le clausole di tag e drag along*, *Notariato e nuovo diritto societario*, Milano, 2013, 190.

(11) Per la disamina del tema, rinvio allo scritto monografico di P. Divizia, *ult. op. cit.*, 215 ss. (Capitolo VI).

patrimoniale dei soci trascinati, in alcune ipotesi può prevedersi che l'attivazione del *drag along* (e con essa il trascinamento in esercizio del mandato a vendere *in rem propriam*) debba essere preceduta dall'esercizio di un diritto di *first offer/first refusal*.

Dal punto di vista logico, quindi, la procedura di attivazione del *drag along* è preceduta da un carteggio fra parasoci mirante alla fissazione di un prezzo in esercizio del diritto "di prima offerta o di primo rifiuto"; questo valore unitario di dismissione della partecipazione costituirà - in aggiunta e non già in sostituzione del *floor* minimo di recesso - un pre-requisito di attivazione del *drag along*. La vendita in trascinamento, infatti, non potrà avere luogo qualora il prezzo pattuito con il terzo estraneo (interessato a rilevare l'intera compagine sociale) sia inferiore rispetto al valore numerico oggetto di prima offerta/primo rifiuto (12).

Analisi tecnica della clausola. Le fasi del procedimento

L'analisi della clausola in esame deve partire, a mio avviso, da una scomposizione logica e temporale delle diverse fasi di funzionamento della stessa.

La prima fase

La clausola di *first offer/first refusal* può restare a lungo quiescente nelle pattuizioni fra parasoci. Essa, infatti, viene attivata qualora si manifesti l'intenzione di un parasocio di dismettere la propria partecipazione (da intendersi, quale quota o pacchetto azionario). Non ravviso impedimenti tecnici all'azionamento della clausola in caso di alienazione, anche solo parziale, della propria quota di *equity*.

Una volta che è maturata l'idea dismissiva, al parasocio è fatto divieto di avviare sul mercato (dunque presso terzi estranei) qualsiasi forma di trattativa (13); proprio nel rispetto di questo divieto risiede anche quella forma di tutela della segretezza delle vicende sociali, illustrata fra le finalità (meno note) della clausola.

Ad una condotta astensiva si affianca una condotta attiva, rappresentata dall'obbligo di effettuare una comunicazione agli altri parasoci, che dunque vengono individuati "per differenza", come titolari attivi del diritto di *first offer/first refusal*.

La comunicazione ha un duplice contenuto:

a) da un lato, vi è la manifestazione espressa della propria intenzione di vendita (la quale può essere anche non motivata);

b) dall'altro:

b.1. nella variante "*first offer*", vi è un invito a proporre/formulare un'offerta di acquisto per la partecipazione che si intende dismettere (si badi che l'offerta di acquisto deve essere irrevocabile ai sensi dell'art. 1329 c.c. e deve contenere tutti gli elementi negoziali della prospettata vendita);

- nella variante "*first refusal*", vi è una proposta di vendita (14).

È in questo segmento procedimentale che iniziano a profilarsi le differenze. Nella prima variante il socio che intende uscire dalla società chiede agli altri di formulare un'offerta di acquisto a proprio favore; nella seconda variante è direttamente il socio che intende uscire a formulare, a beneficio degli altri, una proposta di vendita.

La seconda fase

Dal momento in cui la predetta comunicazione è pervenuta agli aventi diritto, si apre una finestra temporale di valutazione, la cui durata è predeterminata dall'accordo parasociale.

Questa fase si caratterizza per il sorgere di due posizioni, una di libertà ed una di obbligo. La posizione di libertà si concreta in capo ai soci destinatari dell'offerta, i quali restano liberi di formulare - nella variante *first offer* - una proposta irrevocabile di acquisto; la posizione di obbligo, sorge in capo a chi ha dato avvio alla procedura, il quale - per espressa previsione del patto parasociale - sarà *medio tempore* (ossia sino allo spirare della procedura stessa) obbligato a non alienare a terzi la partecipazione interessata. A ben vedere, si tratta di una applicazione procedimentale del divieto di alienazione contenuto nell'art. 1379 c.c.; detto divieto deve, a mio avviso, essere espressamente pattuito fra i parasoci, affinché non venga frustrato il legittimo interesse dei soci destinatari della comunicazione a valutare con calma la presentazione dell'offerta.

In entrambe le varianti (*offer and refusal*) i soci destinatari della comunicazione iniziale sono in una posizione di libertà simile a quella dell'oblato ex art. 1331 c.c.: nel primo caso avranno la facoltà (e mai l'obbligo) di formulare un'offerta di acquisto,

(12) Cfr. G.A. Mazza, *op. cit.*, 259.

(13) Da intendersi come qualunque forma di sollecitazione di offerte da terzi ovvero di presa in considerazione di offerte proveniente da terzi.

(14) Il profilo strutturale della clausola può essere articolato in vari modi. Mi pare ragionevole, anche in questa variante, richiamare

la struttura della proposta irrevocabile ex art. 1329 c.c. (dunque anche nella proposta di vendita elemento essenziale sarà la fissazione di un termine al quale è subordinato il mantenimento dell'impegno da parte del proponente).

mentre nel secondo saranno liberi (e mai obbligati) di rifiutare (o accettare) l'offerta di vendita.

Terza fase

Esaurita la finestra temporale di riflessione, si possono verificare alcuni scenari alternativi così sintetizzabili:

First offer - primo scenario

Nessuno dei soggetti invitati a formulare un'offerta di acquisto si attiva. In questo caso, a fronte di una condotta inerte da parte degli aventi diritto, il soggetto intenzionato a dismettere la propria partecipazione è libero di attivarsi sul mercato per promuovere e raccogliere offerte di vendita a terzi. Nessuna limitazione potrà essergli imposta, fatte salve le eventuali pattuizioni statutarie (si pensi ad un gradimento dell'organo amministrativo) e nessun condizionamento potrà essergli opposto nella fissazione del prezzo.

In questo primo scenario ritengo vada ricondotta anche l'ipotesi in cui le offerte pervenute abbiano contenuti difformi (*in primis*, il prezzo di cessione) da quelli comunicati nella *Prima fase*. Analoghe considerazioni valgono per le formulazioni tardive.

First offer - secondo scenario

Al parasocio che ha attivato la procedura perviene un'offerta (o più offerte) di acquisto avente contenuti conformi a quelli comunicati in origine. In questo caso, il socio che intende dismettere la propria partecipazione conserva la propria posizione di libertà, potendosi ritirare dalla trattativa ovvero accettando la proposta di acquisto e di lì a breve perfezionare il trasferimento. Una sapiente tecnica redazionale del patto deve preoccuparsi di disciplinare l'ipotesi in cui pervenga una pluralità di offerte di acquisto ed a tal proposito mi pare ragionevole assicurare al socio uscente la libertà di scegliere fra una co-vendita proporzionale a beneficio di tutti gli offerenti ovvero di effettuare singole vendite a beneficio di uno od alcuni degli offerenti, liberamente scelti.

Qualora il socio, originariamente intenzionato a vendere, si ritiri dalla trattativa, detta uscita sarà definitiva; nei suoi confronti opererà l'obbligo di

reiterare la procedura di prima offerta qualora si maturasse una nuova intenzione di collocare sul mercato la partecipazione.

First offer - terzo scenario

Perviene un'offerta (o più offerte) di acquisto avente contenuti conformi a quelli comunicati in origine. In questo caso, il socio può avviare liberamente una trattativa sul mercato con terzi ma solo ad un patto, ossia che le condizioni economiche di vendita siano migliorative dell'offerta ricevuta. A mio avviso, invece, sorge più di una perplessità nell'ammettere come lecita una vendita a terzi a parità di condizioni (15).

In dottrina si discute in ordine alla metodologia di effettuazione del raffronto fra offerte. Da un lato, vi è chi afferma come sia consigliabile specificare che il raffronto si fondi esclusivamente sulla base dei prezzi di vendita, senza dare peso (in chiave semplificatoria) cioè alle condizioni di matrice contrattuale (16); dall'altro, invece, mi sento di osservare come il corredo di clausole negoziali che contraddistinguono l'offerta abbiano un peso dirimente in ordine alla valutazione di convenienza.

A tale riguardo ritengo che la tecnica redazionale del patto possa aiutare a prevenire forme di stallo decisionale a tale riguardo. Ad esempio, i parasoci possono in via preventiva considerare, in reciproco accordo, come "condizione contrattuale peggiorativa" ogni forma di pagamento del prezzo dilazionato; per contro, potranno liberamente essere valutate come "peggiorative" o "migliorative" le richieste a carico del socio uscente del rilascio di *representations and warranties* (17). In altre parole, sono gli stessi parasoci a convenire in via preventiva ciò che essi stessi ritengono migliorativo o peggiorativo, al fine di ridurre al massimo il margine discrezionale di una valutazione *ex post*. Del pari ammessa è la predesignazione di un terzo arbitratore, scelto di comune accordo (c.d. "Esperto indipendente"), per la soluzione di eventuali fasi di contestazione fra parasoci.

First refusal - primo scenario

Nella finestra temporale pattuita per la valutazione, la proposta di vendita formulata dal socio intenzionato ad uscire dalla compagine sociale non viene

(15) Questa pare, invece, essere la posizione assunta da G.A. Mazza, *op. cit.*, 178.

(16) Questa la posizione assunta da D. Proverbio, *op. cit.*, 94.

(17) Nel gergo degli studi legali, *representations and warranties* integrano una vera e propria endiadi; a ben vedere, però, vi sono differenze che non possono essere tralasciate.

Con il termine *representations*, di regola, si indicano situazioni di fatto sussistenti al momento della dichiarazione resa, mentre con il termine *warranties* si fa riferimento a precise garanzie che una delle parti fa all'altra sul fatto che quanto dichiarato in merito ad una circostanza è conforme alla situazione reale (cfr. M. Speranzin, *op. cit.*, 55).

considerata da alcun avente diritto (18). In questo caso, il socio intenzionato ad uscire dalla società potrà trattare sul mercato condizioni di vendita libere e svincolate dal contenuto della proposta ed addivenire al trasferimento della partecipazione in parola anche a condizioni peggiorative.

First refusal - secondo scenario

Nella finestra temporale pattuita per la valutazione, la proposta di vendita formulata dal socio intenzionato ad uscire dalla compagine sociale viene accettata da un destinatario (o più destinatari) della comunicazione iniziale, di cui alla Prima fase. In tale ipotesi, le parti dovranno addivenire alla formalizzazione del negozio di trasferimento alle condizioni e nel rispetto della tempistica indicate nella prima comunicazione (19). In caso di accettazione plurima, valida soluzione è la vendita in parti uguali ovvero secondo un criterio pro-quota proporzionale.

Analisi di una clausola

Diritto di prima offerta (First offer clause)

1.1. Qualora un parasocio intenda trasferire in tutto o in parte le azioni ad un terzo acquirente, troveranno applicazione le disposizioni che seguono.

1.2 Il trasferente dovrà inviare agli altri parasoci aderenti al presente patto una lettera raccomandata A/R debitamente sottoscritta contenente la propria intenzione di trasferire la partecipazione offerta; copia, sempre a mezzo raccomandata A/R dovrà essere spedita anche all'organo amministrativo della società presso la sede sociale.

1.3. Ciascun parasocio destinatario della lettera di manifestazione di intenti avrà il diritto di offrire al trasferente l'acquisto della di lui partecipazione offerta; il diritto di prima offerta potrà essere esercitato da ciascun parasocio avente diritto mediante l'invio - nel termine di 30 (trenta) giorni lavorativi successivi al ricevimento della lettera di manifestazione di intenti al trasferente di una lettera raccomandata A/R, indirizzata per conoscenza anche

all'organo amministrativo della società presso la sede sociale, contenente:

(a) l'impegno fermo e irrevocabile del socio offerente, per un periodo non inferiore a 30 (trenta) giorni lavorativi, ad acquistare la partecipazione offerta, con la precisazione che è espressamente escluso un acquisto parziale della partecipazione; e
(b) il corrispettivo, solo in denaro;
(c) i termini e le modalità di pagamento e tutti gli altri termini e le condizioni principali ai quali il socio offerente si renda disponibile ad acquistare la partecipazione offerta.

1.4. Qualora il trasferente non accetti nessuna delle prime offerte eventualmente presentate dai soci offerenti, questi dovrà formalizzare detta mancata accettazione mediante l'invio - nel termine di 20 (venti) giorni successivi all'ultima ricezione di offerte - a tutti i soci offerenti medesimi e, per conoscenza anche all'organo amministrativo della Società presso la sede sociale, di una lettera raccomandata A/R contenente il proprio rifiuto espresso.

1.5. Qualora il diritto di prima offerta non sia stato esercitato da alcun socio avente diritto, il trasferente sarà allora libero di trasferire la partecipazione offerta, indicata nella lettera di manifestazione di intenti, a qualsiasi terzo acquirente, a qualsiasi prezzo e condizione, anche peggiorativa.

Detto trasferimento deve avere esecuzione formale (nelle forme di legge, anche notarili se previste) entro 120 (centoventi) giorni successivi alla scadenza del periodo di prima offerta. Resta inteso che qualora il trasferimento non abbia esecuzione entro il summenzionato termine, per la cessione della partecipazione offerta da parte del trasferente, sarà nuovamente obbligatorio il rispetto della procedura ai sensi del presente articolo.

1.6. Qualora il diritto di prima offerta sia stato esercitato da uno o più soci offerenti, il trasferente potrà alternativamente:

(a) accettare una o più delle prime offerte presentate dai soci offerenti; in tal caso, egli dovrà darne comunicazione scritta al socio offerente (ovvero ai soci

(18) In questo primo scenario ritengo di ricondurre anche ipotesi di accettazioni tardive, pervenute cioè oltre la finestra temporale pattuita ovvero con modalità di comunicazione diverse da quelle pattuite ed il mittente non sia in grado di fornire prova dell'avvenuta ricezione nei termini.

(19) Cfr. G. A. Mazza, *op. cit.*, 10 nella parte in cui afferma che "una volta che si siano verificati tutti i fatti e/o compiuti tutti gli atti a cui era subordinato il closing, le parti del contratto [...] dovranno porre in essere tutte le formalità necessarie a rendere opponibile *erga omnes* il trasferimento della proprietà [...]". In dottrina, offre una esemplificazione della clausola di *first refusal* V. Dotti, *Clausole relative ad acquisti parziali di pacchetti azionari*, in AA.VV.,

Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento, a cura di F. Bonelli - M. De Andrè, Milano, 1990, 231 nella parte in cui afferma che "il socio che intende cedere il pacchetto azionario per uscire dalla società fissa un prezzo e l'altro socio ha il diritto di acquistare a quelle condizioni [ndr., destinatario di una proposta di vendita]. Se quest'ultimo non intende esercitare il diritto [ndr., qui forte è la somiglianza con un'opzione *call*, sebbene il destinatario di una proposta contrattuale non abbia tecnicamente maturato ancora nel proprio patrimonio alcun diritto in senso stretto], il primo socio può vendere le azioni a terzi entro un periodo determinato di tempo ed al prezzo già fissato in precedenza o superiore".

offerenti scelti) mediante l'invio - nel termine di 20 (venti) giorni successivi alla ricezione dell'ultima offerta - di una lettera raccomandata A/R, indirizzata per conoscenza anche all'organo amministrativo della Società presso la sede sociale. A questa accettazione dell'offerta, dovrà far seguito la formalizzazione del trasferimento, nei modi di legge, entro e non oltre i successivi 30 (trenta) giorni. In caso di pluralità di offerte ricevute, il trasferente sarà libero di preferirne una o più e, in detto ultimo caso, di avvenire ad un trasferimento pro-quota;

(b) non accettare alcuna delle prime offerte pervenute dagli altri parasoci offerenti ai sensi di quanto ivi previsto e procedere al trasferimento della partecipazione al terzo acquirente, nel rispetto della duplice condizione: 1) il prezzo di acquisto pagato dal terzo acquirente dovrà essere numericamente superiore al più alto fra i prezzi di acquisto proposti dai soci offerenti nelle rispettive prime offerte; 2) il trasferimento al

terzo dovrà avvenire a termini ed a condizioni che non dovranno essere più vantaggiosi o favorevoli per il terzo acquirente rispetto a quelli contenuti nelle prime offerte ricevute di cui sopra. Fin d'ora, i paciscenti convengono con riferimento al carattere vantaggioso delle offerte quanto segue: ... (eventuali precisazioni).

1.7. ... (eventuale pre-designazione di un esperto per dirimere ipotesi di contestazione sulle condizioni migliorative/peggiorative) OVVERO IN ALTERNATIVA (precisazione circa il carattere dirimente del fattore prezzo in ordine alla scelta della migliore offerta).

1.8. Le previsioni contenute nei commi precedenti non trovano applicazione in caso di trasferimenti da parte di ciascun azionista nei confronti di: ... (precisazione eventuale in ordine a trasferimenti liberi ed ammessi, ad esempio a beneficio di discendenti ovvero infra-gruppo).