

Società per azioni

Clausole di *tag-along* e *drag-along* e modalità di introduzione nello statuto

Tribunale di Milano, sez. VIII civile, 24 marzo 2011 - Pres. e Rel. Riva Crugnola

La clausola di trascinamento (cd. drag-along) risponde all'esigenza di consentire al "socio di maggioranza" di disporre - in caso di cessione della propria partecipazione - dell'intero pacchetto azionario, così rendendo più facilmente attuabile il passaggio di mano del controllo della società, non più limitato dalla presenza di partecipazioni (e poteri) di minoranza.

La clausola di drag-along non è riconducibile al *genus* delle clausole recanti meri "vincoli alla circolazione" delle azioni, risultando invece incentrata sulla previsione di un ben più rilevante congegno di vendita forzosa delle azioni di minoranza ad iniziativa del solo socio di maggioranza.

L'attribuzione al socio (o ai soci) di maggioranza del potere di trascinamento può essere introdotta nello statuto solo con il consenso di tutti i soci ed in particolare con il consenso del socio "forzabile", altrimenti venendosi a rimettere nelle mani solo di alcuni membri della compagine la radicale alterazione della stessa struttura sociale.

ORIENTAMENTI GIURISPRUDENZIALI

Conforme	Trib. Milano 31 marzo 2008, ord.
Difforme	Non constano difforni in tal senso

Il Tribunale in composizione collegiale ... all'esito dell'udienza camerale odierna,

osserva

con ricorso depositato *ex art.* 2436 cc il 9.12.2010 il Presidente del c.d.a. della s.p.a. A. 2000 (d'ora in avanti anche solo A.) ha chiesto che il Tribunale ordini l'iscrizione nel Registro delle Imprese della delibera adottata a maggioranza dall'assemblea dei soci della A. il 9.11.2010 recante introduzione nello statuto sociale degli articoli 8.1 ("patto di trascinamento in caso di vendita della partecipazione da parte di uno o più soci che possiedano almeno il 50% del capitale sociale") e 8.2 ("patto di covendita in caso di vendita di tutta o parte della propria quota di partecipazione da parte di un socio e rinuncia al diritto di prelazione degli altri soci"), richiesta formulata sul presupposto:
– della comunicazione in data 24.11.2010 del notaio verbalizzante l'assemblea "di ritenere non chiaramente adempiute le condizioni stabilite dalla legge per l'omologa della delibera assembleare ... portante in particolare introduzione di clausole limitative della trasferibilità delle azioni";

– del fatto che, al contrario di quanto comunicato dal notaio, "le proposte clausole non comportano alcuna limitazione dei diritti dei soci e pertanto possono essere approvate a maggioranza nel rispetto dei quorum statutari", in particolare in quanto: "il patto di trascinamento prevede che se i soci non intendono aderire alla vendita al terzo acquirente possono sempre esercitare il diritto di prelazione", mentre poi "il patto di covendita non prevede una vendita obbligatoria da parte di un socio ma il diritto di chiedere di partecipare alla vendita proposta da un altro socio".

Il 15.12.2010 le s.p.a. C. Self-Storage e M. & C., quali socie di A. titolari di azioni pari rispettivamente al 14,62% e al 2,04% del capitale sociale, hanno depositato "memoria difensiva avverso il ricorso" affermando la nullità delle clausole in discussione in quanto: in primo luogo, "destinate ad incidere sui diritti individuali del socio, cioè sul suo diritto di alienare liberamente la propria partecipazione", in particolare "non esauendo la loro funzione nel dettare una regola di tipo strutturale per la società, ma attribuendo al socio di minoranza ed al socio di maggioranza dei diritti soggettivi nuovi ed ulteriori rispetto

all'organizzazione sociale", e, quindi, legittimamente adottabili solo in sede di costituzione della società ovvero con il consenso di tutti i soci, come ritenuto dalla Massima I.1.25/2006 del Comitato Notarile del Triveneto; in secondo luogo, poi, trattandosi di clausole comportanti - a differenza di quanto previsto nella delibera in discussione - la necessità di meccanismi di "equa valorizzazione della partecipazione societaria obbligatoriamente dismessa", come denotato dalle omogenee previsioni ex art. 2437-sexies c.c. in materia di azioni riscattabili e come ritenuto dalla Massima 88/22.11.2005 del Consiglio Notarile di Milano nonché dall'ordinanza cautelare del Tribunale di Milano 31.3.2008; non apparendo poi idoneo a contrastare tali rilievi di nullità il meccanismo di prelazione richiamato dalle clausole stesse.

All'esito del deposito di tale memoria il Tribunale, con ordinanza in data 14.1.2011, ha ritenuto quindi opportuno sentire in camera di consiglio tutti gli interessati, fissando l'udienza dell'11.2.2011 per tale adempimento.

Acquisito anche il parere del P.M., il 10.2.2011 la A. ha quindi depositato memoria difensiva con la quale: in via principale ha insistito per l'accoglimento del ricorso, affermando:

- sia la erroneità della ricostruzione delle socie di minoranza circa la configurabilità nell'attuale ordinamento di un diritto del socio di alienare liberamente la propria partecipazione, ricostruzione smentita dalla disciplina vigente ex artt. 2355-bis e 2437, comma secondo, lett. b), c.c., con conseguente disponibilità della materia in capo alla maggioranza;

- sia la non equiparabilità (data l'operatività del meccanismo di prelazione) delle clausole di trascinarsi con la fattispecie delle azioni riscattabili, con conseguente non necessarietà di "un meccanismo inderogabile di determinazione del valore delle azioni" in caso di patto di trascinarsi, come in particolare deciso dal lodo arbitrale reso nella controversia oggetto dell'ordinanza cautelare del Tribunale di Milano citata dalle socie di minoranza;

in via subordinata, ha esposto che "l'organo amministrativo si rende disponibile fin d'ora a sottoporre all'assemblea una proposta di clausola di drag along adeguatamente modificata" in termini di equa valorizzazione della partecipazione "trascinata", chiedendo al riguardo che "il Tribunale indichi a quali condizioni deve essere sottoposta la clausola di patto di trascinarsi o drag along affinché le condizioni di legge siano soddisfatte".

All'udienza odierna i difensori di A. e delle due socie di minoranza hanno ribadito le posizioni già illustrate nelle memorie.

All'esito di tale contraddittorio il Tribunale ritiene che il ricorso non possa essere accolto, per l'assorbente rilievo della non disponibilità in capo alla maggioranza assembleare della materia regolata dalla prima delle due clausole in discussione, configurante in sostanza in capo al socio (o ai soci) "che possiedono almeno il 50% del capitale" il potere di alienare, contestualmente alla loro partecipazione sociale, anche quella degli altri soci "allo stesso prezzo unitario e alle stesse condizioni", salvo l'esercizio da parte degli altri soci del diritto di prelazione "per tutta

e non meno di tutta la partecipazione del socio cedente". Al riguardo va infatti osservato che la clausola in esame corrisponde a una tipologia variamente denominata nella prassi (clausola di trascinarsi, clausola di drag along, clausola di bring along, clausola di potere di co-vendita) e rispondente all'esigenza di consentire al "socio di maggioranza" di disporre - in caso di negoziazione della propria partecipazione - dell'intero pacchetto azionario, così rendendo più facilmente negoziabile il passaggio di mano del controllo della società, non più limitato dalla presenza di partecipazioni (e poteri) di minoranza, destinate ad essere cedute unitamente al pacchetto di maggioranza ed alle stesse condizioni.

La ammissibilità nel nostro ordinamento della previsione di tal genere di clausole (non in via di patto parasociale ma) in via statutaria (e, quindi, con opponibilità alla generalità dei soci) è di per sé discussa in dottrina e in giurisprudenza, essendosi variamente ricostruita la rispondenza delle stesse ad esigenze organizzative proprie dell'ente ed essendosi anche diversamente concluso circa la necessità o meno della armonizzazione della clausola con il "principio di equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa", avendo poi alcune voci dottrinali sottolineato il carattere sostanzialmente *ad personam* di tale tipologia di clausole (che non sarebbero pienamente assimilabili ai c.d. diritti di quota), carattere che ne comporterebbe la generale incompatibilità con il tipo azionario.

Tali articolate riflessioni dottrinali e giurisprudenziali non paiono peraltro determinanti ai fini del risolvere la questione oggi sottoposta al Tribunale ex art. 2346 c.c.: questione che riguarda in primo luogo la ammissibilità o meno di introduzione del diritto del socio di maggioranza di "forzare" la vendita del socio di minoranza (non in sede di costituzione della società ovvero comunque con il consenso di tutti i soci ma) in via di delibera assembleare adottata a maggioranza, *id est*, come in particolare accaduto nel caso di specie, con il voto contrario dei soci destinati - nella concreta applicazione della clausola - ad essere "forzati" alla vendita.

Questione questa che ad avviso del Tribunale, anche a prescindere da tutte le altre sopra elencate, il vigente quadro normativo non consente di risolvere in senso positivo, come invece preteso dalla ricorrente.

Al riguardo va infatti rilevato che, pur dovendosi condividere le considerazioni della ricorrente riguardanti - da un lato la non configurabilità nel vigente ordinamento del preteso (dalle socie di minoranza) incondizionato diritto del socio ad alienare liberamente la propria partecipazione, e, d'altro lato, la sicura disponibilità in capo alla maggioranza della "introduzione e rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari", introduzione e rimozione alle quali consegue, secondo la espressa previsione ex art. 2437 c.c., secondo comma, lett. b), il diritto di recesso del socio che non ha espresso voto favorevole alla relativa deliberazione, diritto di recesso peraltro previsto in via generale ma facendo salve diverse disposizioni statutarie, secondo la prima parte del secondo comma citato - tali considerazioni non paiono determinanti, posto che la prima clausola in esame non pare, ad avviso del

Tribunale, riconducibile al *genus* di clausole recanti appunto meri “vincoli alla circolazione” delle azioni ma risulta invece incentrata sulla previsione di un ben più rilevante congegno di “vendita forzosa” delle azioni di minoranza, congegno innescato ad iniziativa del solo socio di maggioranza, al quale, in sostanza, viene rimessa la decisione di vendita dell’intero pacchetto azionario anche per la parte che appartiene ad altri soci, sì che il contenuto della clausola, pur venendo senz’altro ad incidere sulla libera disponibilità della propria partecipazione in capo ai soci di minoranza, appare connotato più ampiamente nel senso di privare tali soci di ogni potere dispositivo nel caso di esercizio da parte del socio di maggioranza dello specifico potere di cessione dell’intero pacchetto azionario.

E, appunto, tale contenuto della clausola - riassumibile nella previsione di un potere di vendita forzosa delle partecipazioni di minoranza attribuito al socio di maggioranza - ad avviso del Tribunale la rende:

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

Così ricostruito lo specifico contenuto della clausola in esame ne deriva, ad avviso del Tribunale:

– che alla stessa non può de plano essere applicata la disciplina ex art. 2437, secondo comma, lett. b, c.c. comportante la disponibilità della materia in capo alla maggioranza assembleare, trattandosi, si è detto, di disciplina dettata per una tipologia di clausole avente più limitato contenuto,

– e che, invece, la attribuzione al socio (o ai soci) di maggioranza di un potere di vendita forzosa delle partecipazioni di minoranza possa essere introdotta nello statuto solo con il consenso di tutti i soci (e, dunque, in particolare con il consenso del socio “forzabile”), altrimenti venendosi in definitiva a rimettere nelle mani solo di alcuni membri della compagine sociale - senza il preventivo consenso degli altri e in assenza di specifica previsione normativa - la radicale alterazione della stessa struttura del rapporto sociale, comportante la pluralità di apporti per l’esercizio in comune dell’impresa.

Tale conclusione appare del resto omogenea:

– a quanto è stato ritenuto in materia di introduzione del carattere di riscattabilità di azioni già esistenti dalla giurisprudenza e dalla elaborazione notarile, che hanno entrambe sottolineato la incidenza di siffatta introduzione in via radicale sulla stessa permanenza della qualità di so-

cio e la conseguente inammissibilità di deliberazioni adottate a maggioranza al riguardo;

– alla sistematica del codice, nella quale, significativamente, la riscattabilità delle azioni - pur essendo materia espressamente indicata come regolabile dallo statuto ex art. 2437-sexies c.c. - non è poi ricompresa nell’elenco di modifiche statutarie disponibili dalla maggioranza e comportanti il diritto di recesso del socio dissenziente ex art. 2437 c.c.

Conclusivamente, dunque, clausole quali quella in esame, che si risolvono nella soggezione di un socio all’altrui potere di determinare la stessa cessazione del rapporto sociale così come nel caso di riscattabilità dell’azione, non sono introducibili in statuti di spa senza il consenso del socio “forzabile” o “riscattabile”, non apparendo tale materia disponibile a maggioranza, a differenza di quella - contigua ma di portata più limitata - concernente mere limitazioni nel potere di trasferimento delle sue azioni in capo al socio.

Per le assorbenti considerazioni che precedono il ricorso va dunque interamente rigettato.

Va solo ancora precisato che la seconda delle clausole introdotte con la delibera assembleare in discussione presenta contenuto più limitato e rispetto al quale la ricostruzione fin qui svolta non risulta determinante: non essendo peraltro stata formulata dalla ricorrente alcuna richiesta di iscrizione solo parziale della deliberazione, reputa il Tribunale che tale limitata pronuncia non possa comunque essere emessa e che l’esame approfondito della seconda clausola sia quindi in questa sede superfluo.

Nessuna pronuncia sulle spese deve infine essere emessa, data la natura del procedimento e l’assenza di richieste delle parti al riguardo.

P.Q.M.

visto l’art. 2436 c.c., rigetta il ricorso di cui in epigrafe.

IL COMMENTO

di Paolo Divizia

L'Ottava Sezione civile del Tribunale di Milano rigetta il ricorso proposto, ai sensi dell'art. 2436 c.c., dagli amministratori di una s.p.a. per l'iscrizione di una delibera modificativa dello statuto, adottata a maggioranza, concernente l'introduzione di una clausola di *drag-along*. Il Tribunale di Milano, con il provvedimento ivi in commento, prende posizione su uno degli aspetti più delicati delle clausole di trascinamento (c.d. *drag-along*), ossia la modalità di introduzione nello statuto. In particolare, dopo esser stata confutata la riconducibilità di detta clausola nell'alveo dei cc.dd. "vincoli alla circolazione", viene condiviso dai giudici milanesi l'assunto secondo cui l'introduzione nel *corpus* statutario delle clausole di trascinamento non sarebbe materia "disponibile a maggioranza", in ragione della forte incisione sui diritti individuali dei soci di minoranza derivante dal congegno operativo del *drag-along*.

Il fatto processuale

In data 9 novembre 2010, l'assemblea straordinaria dei soci della società Alfa s.p.a. delibera l'adozione di una modifica statutaria, consistente nell'introduzione degli articoli 8.1. e 8.2., contenenti rispettivamente una clausola di trascinamento (c.d. *drag-along*) e di co-vendita (c.d. *tag-along*). La delibera non viene assunta all'unanimità, registrandosi il voto contrario, in particolare, dei soci di minoranza Beta s.p.a. e Gamma s.p.a.; il notaio verbalizzante, in fase di successivo controllo di legalità, rifiuta l'iscrizione al competente Registro delle Imprese della delibera in esame, ravvisando - come risulta da comunicazione scritta in data 24 novembre 2010, ai sensi del terzo comma dell'art. 2436 c.c., effettuata dal medesimo pubblico ufficiale in favore degli amministratori della Alfa s.p.a. - "non chiaramente adempite le condizioni stabilite dalla legge per l'omologa della delibera assembleare" relativamente all'introduzione delle clausole indicate. In data 9 dicembre 2010, con ricorso depositato ai sensi del terzo comma dell'art. 2436 c.c., il Presidente del Consiglio di Amministrazione della società Alfa s.p.a. chiede al Tribunale di Milano l'iscrizione nel Registro delle Imprese della delibera del precedente 9 novembre 2010, ricorrendo così - dinanzi al rifiuto manifestato dal notaio verbalizzante - al c.d. procedimento omologatorio "eventuale" (1).

In data 15 dicembre 2010, le società Beta s.p.a. e Gamma s.p.a. presentano le rispettive memorie difensive avverso il ricorso, affermando la nullità delle clausole di trascinamento e co-vendita.

Ascoltate le parti in camera di consiglio e ricevuta altresì ulteriore memoria difensiva della ricorrente Alfa s.p.a. in data 10 febbraio 2011, l'Ottava Sezione civile del Tribunale di Milano, con il decreto ivi in commento, rigetta la domanda di iscrizione avanzata dalla società ricorrente Alfa s.p.a., condividen-

do l'assunto secondo cui l'introduzione nel *corpus* statutario delle clausole di trascinamento non sarebbe materia "disponibile a maggioranza", coinvolgendo diritti individuali dei singoli soci (2).

Più precisamente, il Tribunale sottolinea come le clausole di trascinamento (c.d. *drag-along*) sarebbero introducibili solo all'unanimità, ossia anche con il voto favorevole dei soci di minoranza che subiscono la vendita forzata; in difetto di una richiesta di omologa parziale proveniente dalla ricorrente Alfa s.p.a., il collegio giudicante non analizza, invece, il secondo ambito di indagine rappresentato dalla clausola di co-vendita (c.d. *tag-along*), ritenendo assorbenti, per giustificare l'integrale rigetto dell'istanza, le mo-

Note:

(1) Sulla tematica in esame cfr. U. Morera, *Dall'«omologazione» del tribunale all'omologazione del notaio. Prime riflessioni sull'art. 32, l. n. 340/2000*, in *Riv. not.*, 2001, 295 ss. e P. Revigliano, *Il contenuto del controllo notarile di iscrिवibilità sugli atti societari. Prime considerazioni*, in *Riv. not.*, 2001, 303 ss. e fra i contributi più recenti si veda R. Torre, *Atti costitutivi e modificativi di società di capitali ricevuti da notaio e richiesta di iscrizione presso il registro delle imprese: funzione, natura, oggetto del controllo di iscrिवibilità e soggetti legittimati in materia*, in *Riv. not.*, 2006, 343 ss.

(2) Seppur esorbitante dall'ambito di interesse notarile, un passaggio della motivazione del decreto ivi in commento merita di essere osservato sotto il profilo squisitamente processuale. La parte ricorrente, dopo aver motivatamente richiesto l'iscrizione *tout court* al Registro delle Imprese della delibera modificativa dello statuto, in via subordinata si rende disponibile a modificare il contenuto della clausola di trascinamento, cercando di instaurare un rapporto dialettico - del tutto sconosciuto al codice di rito ma conosciuto nell'elaborazione della prassi anteriore alla riforma dell'omologa - con il collegio giudicante nella parte in cui formula l'insolita richiesta di indicare "a quali condizioni deve essere sottoposta la clausola di patto di trascinamento o *drag-along* affinché le condizioni di legge siano soddisfatte"; a riguardo si segnala quanto espresso da A. Jannuzzi e P. Lorefice, *Manuale della volontaria giurisdizione*, Milano, 2002, 645, in particolare nella nota 4 ove è dato leggere "in ragione di ciò, è opportuno ricordare che i tribunali non richiedevano direttamente le modifiche, ma si limitavano ad esporre le loro motivazioni, indicando eventualmente i punti da integrare o modificare al fine di ottenere l'omologazione".

tivazioni dedicate al tema della clausola di trascinamento.

Differenti sono le argomentazioni giuridiche poste a sostegno della decisione da parte del Tribunale, le quali saranno di seguito in commento, avute in debita considerazione sia la prospettiva dogmatica, sia l'esigenza operativa tipica del notaio.

Profili strutturali della clausola di trascinamento (c.d. *drag-along*) e *ratio* economico-finanziaria

In via introduttiva, ritengo opportuno osservare come nella letteratura scientifica dedicata finora alle clausole di trascinamento i termini *drag-along* e *bring-along* siano utilizzati in modo alternativo e fungibile; la stessa prassi operativa (e ne è prova la modifica statutaria adottata dalla società Alfa s.p.a. ivi in commento) conosce con maggiore frequenza la contrapposizione, a livello statutario, fra diritti di *tag* e di *drag-along* (3).

Rinviando ad altra sede l'analisi delle differenze fra clausole di *drag-along* e *bring-along* (4), le considerazioni di seguito sviluppate non terranno conto della distinzione dogmatica in parola ed analizzeranno struttura e funzione della clausola di trascinamento avuto riguardo al contenuto concreto dell'art. 8.1. presente nello statuto della Alfa s.p.a., in relazione al quale il Tribunale di Milano ha sviluppato il proprio ragionamento giuridico.

Il verbo inglese *drag* (ossia "trascinare") ben esprime l'essenza operativa della clausola: con il patto di trascinamento o *drag-along* viene disciplinato il diritto "di trascinare" nella negoziazione, unitamente alla partecipazione di maggioranza al capitale sociale, anche le partecipazioni di uno o più soci di minoranza (5).

Il beneficiario diretto di una clausola *drag-along* (6) è il socio di maggioranza, che in caso di cessione del proprio pacchetto azionario avrà la facoltà di obbligare anche il socio di minoranza (o più soci, costituenti la minoranza assembleare) a cedere il proprio. Tecnicamente, fra gli effetti derivanti dalla clausola di trascinamento, da un lato, vi è quello di creare in capo al socio di minoranza uno stato di soggezione; dall'altro, in capo al socio di maggioranza-venditore matura la facoltà di vendere, insieme alla propria partecipazione, anche le azioni dell'altro socio, assicurandogli le medesime condizioni contrattuali ed il medesimo prezzo unitario ottenute nella propria contrattazione. Questa tipologia di clausola è vista con grande interesse dall'aspirante *partner* industriale, il quale di norma punta all'acquisto di partecipazioni rilevanti, costituenti un investimento stabile nel tempo e fi-

nalizzato alla gestione della società, con modifiche strutturali della *governance*. È chiaro, quindi, che l'inserimento di una clausola di trascinamento crea un importante ed indiretto vantaggio in capo al terzo acquirente, il quale intende investire stabilmente nella società *target* anche qualora in essa si registri la presenza di soci di minoranza ostili all'operazione ovvero sia munito, anche a prescindere dalla misura della partecipazione al capitale, di un ruolo assembleare significativo. Si pensi, nell'ambito della nuova società a responsabilità limitata, al caso in cui ad un socio di minoranza sia stato attribuito, in ragione delle comprovate qualità tecnico-manageriali, un diritto di veto sulle nomine dei membri dell'organo amministrativo ovvero una facoltà di nomina rilevante (7). In queste ipotesi la clausola *drag-along* rappresenta la risposta più efficace per chi intende

Note:

(3) La diffusione di questo strumento giuridico di matrice anglosassone ha assunto proporzioni significative anche nell'ordinamento societario italiano, anche se non è attualmente possibile effettuare una stima ragionevole con riferimento agli statuti delle società per azioni "chiuse". Può essere, tuttavia, interessante segnalare che, relativamente alle s.p.a. quotate, nel periodo 1997-2004, il 7,14% degli annunci di patti parasociali conteneva una clausola di trascinamento (cfr. R. Bossi - G. Giudici, *La reazione del mercato borsistico italiano ad annunci relativi a patti parasociali*, consultabile sul sito www.sa.unibo.it); la quotazione in borsa inibisce la presenza nello statuto sociale di vincoli limitativi alla circolazione, quali ad esempio quelli derivanti dal congelamento di *drag-along* (chiaro in tal senso l'art. 2.1.3. comma 2 lett. c del Regolamento Borsa Italiana s.p.a.). Toccano questo profilo altresì N. de Luca, *Validità delle clausole di trascinamento ("drag along")*, in *Banca, borsa, tit. credito*, I, 2009, 174 ss. e C. D'Alessandro, *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 374 ss.

(4) Per una distinzione delle clausole, anche a livello di tecnica redazionale, si rinvia a P. Divizia, *Clausole di co-vendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2009, 157 ss.; accennano una distinzione fra *drag* e *bring-along* L. Cappucci, *Clausole di co-vendita: Tag-Along, Piggy Back, Drag-Along, Bring-Along*, consultabile sul sito www.newsmercati.it e R. Fadda di Martino, *Le clausole statutarie di co-vendita e di trascinamento* (dattiloscritto di futura pubblicazione gentilmente messi a disposizione dall'Autore), mentre nessun distinguo è fatto da C. D'Alessandro, *op. cit.*, 402 ss., N. de Luca, *op. cit.*, 174 ss., C. di Bitonto, in nota a Trib. Milano 31 marzo 2008, ord., in *Le società*, 2008, 1373 ss., C. F. Giampaolino, *Clausola di co-vendita ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2009, 523 ss.

(5) Sul concetto di "coordinamento" degli acquisti di beni e diritti appartenenti a soggetti diversi si veda l'ampia ricostruzione civilistica offerta da C. D'Alessandro, *op. cit.*, 373 ss. ed in particolare i paragrafi 2 e 3.

(6) Ma si ripete, ove si condivida la distinzione fra *drag-along* e *bring-along*, più correttamente dovrebbe parlarsi in questo caso di clausola di *bring-along*.

(7) Con riferimento alla società a responsabilità limitata, si segnala il recente intervento di S. Santangelo, *Clausole di co-vendita e trascinamento*, tenuto nel corso della *Giornata di studio e formazione - Lo statuto di S.r.l.: il tecnicismo notarile a servizio dell'impresa*, Napoli - Grand Hotel Vesuvio in data 21 gennaio 2011, ma con materiale scritto non ancora disponibile.

acquistare il controllo della società-bersaglio; è stato osservato che “caso tipico è la promessa dell’acquisto di una partecipazione societaria condizionata al raggiungimento della disponibilità di un determinato *quorum*: in queste circostanze diviene indispensabile l’adesione degli altri *partners*, per cui è opportuno dotarsi preventivamente di un adeguato regolamento contrattuale” ovvero di una clausola *drag-along*, in difetto della quale si rischia di rimaner intrappolati nella società-bersaglio, senza averne di fatto il controllo (8).

Modalità di introduzione della clausola *drag-along* nello statuto. Rivisitazione del concetto di limitazione al regime circolatorio delle azioni

Una volta delineati i tratti essenziali dell’istituto, occorre soffermarsi sul punto centrale preso in esame dalla decisione in commento, consistente nelle modalità di introduzione della clausola nell’articolo statutario (9).

Come accennato, all’esito del contraddittorio, il Tribunale rigetta il ricorso presentato dalla società Alfa s.p.a. “in ragione dell’assorbente motivo della non disponibilità in capo alla maggioranza assembleare” del diritto di introdurre la clausola di *drag-along*; a riguardo il collegio osserva come la clausola in esame determini un congegno giuridico di vendita forzata delle azioni dei soci di minoranza inescabibile ad iniziativa del solo socio di maggioranza, al quale nella sostanza è rimessa la decisione di vendita dell’intero pacchetto azionario, comprensivo cioè anche delle partecipazioni degli altri soci.

Per l’introduzione di una clausola statutaria così invasiva, ad avviso del Tribunale, non può dunque essere sufficiente la semplice maggioranza assembleare, richiedendosi una decisione unanime; differenti e condivisibili sono le argomentazioni poste a sostegno della decisione da parte dei giudici milanesi, le quali meritano una disamina specifica.

Il punto di partenza del ragionamento proposto dal Tribunale è rappresentato dall’analisi del contenuto della clausola e dei suoi effetti sulla posizione giuridico-soggettiva del socio di minoranza; nella ricostruzione prospettata, il Tribunale espressamente ritiene non riconducibile il *drag-along* nel più ampio alveo delle clausole limitative della circolazione delle azioni, discostandosi dalla lettura interpretativa offerta dalla Massima n. 88 della Commissione studi societari del Consiglio notarile di Milano (10). Lo stato di soggezione in cui verte il socio di minoranza, privato di un autonomo potere dispositivo della propria partecipazione sociale in caso di esercizio da

parte del socio di maggioranza del diritto di “trascinamento”, comporta un’incisione dei diritti soggettivi tale da comportare una “radicale alterazione della stessa struttura del rapporto sociale” (11).

La clausola in esame, in altri termini, non implicherebbe una mera limitazione al regime circolatorio delle azioni, integrando, invece, un meccanismo volto a determinare (senza limite di tempo) lo stato di soggezione del socio di minoranza all’altrui potere di determinare la stessa cessazione del rapporto sociale; è quindi condivisibile, a mio avviso, l’assunto secondo cui “una forma di auto-limitazione del diritto di proprietà” (12) così incisiva debba essere introdotta necessariamente con il consenso dei soci che possono subire l’effetto dirompente del *drag-along*. A riguardo, lo stesso Tribunale condivide la posizione sostenuta nell’Orientamento I.I.25/2006 del Comitato triveneto dei notai in materia di atti societari (13), secondo cui “le clausole statutarie che impongono a determinati soci, ad esempio i soci di minoranza, l’obbligo di cedere ad un giusto prezzo (comunque non inferiore al valore determinato ai sensi dell’art. 2473 c.c.) le loro partecipazioni nel caso in cui altri soci, nell’esempio quelli di maggioranza, decidano di alienare le loro sono legittime a condizione che siano adottate con il consenso di tutti i soci” (14).

Note:

(8) In questi termini si veda L. Cappucci, *Clausole di co-vendita*, cit., consultabile sul sito www.newsmercati.it.

(9) È scontato osservare che le clausole statutarie di co-vendita e trascinamento possono essere introdotte in occasione della costituzione della società ovvero nel corso della vita sociale; *nulla quaestio* in sede di costituzione in cui la struttura contrattuale garantisce l’esistenza di una volontà comune di tutti i soci fondatori a che siano presenti dette clausole.

(10) Tutte le Massime della Commissione studi societari del Consiglio notarile di Milano sono consultabili nel testo AA.VV., *Massime notariili in materia societaria*, Milano, IV ed., 2010.

(11) In questi termini si esprime la decisione in commento in un punto della motivazione.

(12) L’espressione viene utilizzata per la prima volta nella nota vicenda Tecno s.p.a. dal Tribunale di Milano, 31 marzo 2008, relatore Dal Moro (stesso giudice della decisione ivi in commento), in *Giur. comm.*, II, 2009, 1029 ss., in cui l’equa valorizzazione della partecipazione dismessa viene definita come “condizione primaria di validità della clausola”.

(13) Consultabile sul sito internet www.trivenetogiur.it.

(14) Qualora, per ipotesi, si condividesse la qualificazione della clausola di trascinamento in termini di limitazione alla circolazione delle azioni e la conseguenziale introducibilità di essa a maggioranza, si aprirebbe una delicata questione in tema di recesso. Se, infatti, la causa di recesso (riconducibile nella lett. b del secondo comma dell’art. 2437 c.c.) fosse esclusa dallo statuto, in quanto derogabile, si arriverebbe al paradosso per cui il socio non consenziente rimarrebbe vincolato da un obbligo di co-vendita, senza margine di esercizio del diritto di *exit* dalla compagnia sociale. Detto rischio, tuttavia, appare attenuato da tre ordini
(segue)

Inoltre, qualora la clausola di *drag-along* configurasse realmente una limitazione alla circolazione delle azioni, ciò determinerebbe implicitamente e consequenzialmente la creazione di una categoria speciale, individuabile *per relationem* nelle partecipazioni di minoranza (15); questo assunto pare in linea con quanto affermato dalla stessa Massima n. 95 della Commissione studi societari del Consiglio notarile di Milano nella parte in cui si osserva che “il diverso regime di circolazione dà luogo nella s.p.a., a diverse categorie di azioni ai sensi dell’art. 2348 c.c., ciascuna delle quali caratterizzata dalle regole statutarie ad essa applicabili”. Anche alla luce di questa considerazione, ritengo preferibile - come fatto in altra sede - qualificare la clausola di *drag-along* come una regola organizzativa complessa che non esaurisce la propria funzione nel dettare una regola di tipo strutturale per la società, ma attribuisce al socio di maggioranza “un diritto soggettivo nuovo ed ulteriore rispetto alla organizzazione sociale, determinando la nascita di diritti e facoltà in capo ai singoli soggetti nella fase di contrattazione della cessione dei pacchetti azionari (o più in generale delle partecipazioni), condizionando l’esito della stessa” (16). In altri termini, la clausola di *drag-along* dispiega il suo effetto mutando la veste giuridica dei soggetti non in un “momento partecipativo e sociale”, bensì in un momento di natura contrattuale, coincidente con l’uscita dalla compagine sociale.

A sostegno della tesi unanimitica, sotto altro profilo, meno convincente appare il tentativo effettuato dal Tribunale di assimilare la clausola di *drag-along* alla più nota figura delle azioni riscattabili. È pur vero, da un lato, che in entrambe le fattispecie si registra la sussistenza di uno stato di soggezione ad un potere altrui (“di riscatto” ovvero “di trascinamento”) tale da determinare la perdita della qualità di socio, ma dall’altro è innegabile la profonda differenza strutturale fra le figure. Sia sufficiente osservare, in primo luogo, come le azioni riscattabili - secondo quanto sostenuto dalla stessa Massima n. 99 della Commissione studi societari del Consiglio notarile di Milano - costituiscono, a differenza delle azioni soggette al *drag-along*, categoria azionaria speciale, ai sensi e per gli effetti dell’art. 2348 c.c.; in secondo luogo, il diritto di riscatto è operato in favore della società o di altri soci, mentre nel caso del *drag-along* la privazione della proprietà è subita di norma in favore di un terzo acquirente, estraneo fin a quel momento alla compagine sociale; infine, è stato osservato che a differenza di ciò che accade nelle ipotesi di riscatto, il presupposto operativo del trascinamento coincide con la formulazione di una proposta

di acquisto proveniente da un terzo e non è dunque “rimesso all’arbitrio ovvero al capriccio dell’azionista” (17).

Interessanti sono poi le considerazioni sviluppate dal Tribunale in ordine al “correttivo statutario” contenuto nella seconda parte dell’art. 8.1., oggetto della specifica delibera modificativa dello statuto adottata da parte della Alfa s.p.a., predisposto a protezione dei soci di minoranza in caso di esercizio del *drag-along* e consistente in un particolare diritto di prelazione.

Nel testo di clausola posto all’attenzione dell’assemblea straordinaria dei soci della Alfa s.p.a. (riprodotto parzialmente nel corpo della sentenza) è dato leggere, infatti, che una volta pervenuta al socio di maggioranza l’offerta irrevocabile di acquisto da parte del terzo, gli altri soci (di minoranza, di lì a breve coinvolti dal *drag-along*) hanno diritto di prelazione all’acquisto a parità di condizioni della partecipazione in oggetto per una finestra temporale di quindici giorni. A riguardo il Tribunale osserva l’insufficienza del diritto di prelazione in favore del socio “forzabile” quale contrappeso giuridico al *drag-along*; in particolare sottolinea come il socio di minoranza, in

Note:

(continua nota 14)

di ragioni: in primo luogo, perché dal punto di vista economico, la soggezione al *drag-along* deve avere come indefettibile contrappeso la valorizzazione della partecipazione “forzosamente venduta” con un corrispettivo mai inferiore al valore di realizzo in sede di recesso; in secondo luogo, perché qualora la soppressione di detta causa di recesso sia avvenuta successivamente all’entrata nella compagine sociale del socio che subisce gli effetti del trascinamento, ciò configurando un’ipotesi di “eliminazione di causa di recesso”, il diritto di *exit* ai sensi dell’art. 2437, primo comma, lett. e), risulta già stato inderogabilmente assicurato in sede di adozione della delibera di soppressione ed infine, perché qualora il socio di minoranza entri a far parte di una società in cui lo statuto già non prevede il diritto di recesso in deroga alla citata lett. b) del secondo comma dell’art. 2437 c.c., il consenso del socio va ricercato nell’atto di acquisto della partecipazione in una società in detti termini organizzata.

(15) Oltre al fatto che dal titolo azionario dovrebbe emergere, ai sensi dell’art. 2355-bis, ultimo comma, c.c., la presenza della limitazione (aspetto del tutto assente nelle azioni interessate dal *drag-along*).

(16) Cfr. P. Divizia, *op. cit.*, 170.

(17) C. D’Alessandro, *op. cit.*, 410, nota 73; l’introducibilità solo con il consenso di tutti i soci della riscattabilità di azioni già esistenti al momento della deliberazione è stata ritenuta indispensabile dal Trib. Perugia 29.2.2008, in *Giur. comm.*, 2010, II, 304. Per una disamina più articolata delle azioni riscattabili cfr. la Massima n. 99 della Commissione studi societari del Consiglio notarile di Milano ed in dottrina C. di Bitonto, *L’inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Le Società*, 2008, 415 ss. e L. Calvosa, *L’emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 195 ss., G. B. Portale, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, 763.

tal modo messo in condizione di evitare il trascinarsi mediante l'acquisto in prima persona della partecipazione alienanda, resta pur sempre esposto a contingenze di natura finanziaria (quali, ad esempio, l'assenza di disponibilità di fondi impiegabili nell'acquisto), tali da rendere il meccanismo prelatizio inidoneo a sottrarlo completamente dall'alea derivante dalla soggezione al potere di vendita altrui (18).

In dottrina, è stata altresì osservata una certa affinità fra la combinazione *drag-along*/prelazione e la clausola c.d. *russian roulette* consistente nella seguente scansione procedimentale: a) il socio di maggioranza che determina, unitamente al terzo acquirente, l'operatività del *drag-along*, fissa nel contempo il prezzo di acquisto della partecipazione; b) qualora il prezzo sia giudicato troppo alto ovvero il socio di minoranza non sia dotato di adeguati mezzi finanziari, il diritto di prelazione non è esercitato; c) decorso il lasso temporale concesso al socio di minoranza, il diritto di prelazione si tramuta in obbligo di vendere al medesimo prezzo (19). Nei confronti di questa combinazione di clausole statutarie il Tribunale di Milano, con la decisione ivi in commento, ravvisa (al pari di quanto più diffusamente fatto nella più volte citata ordinanza del 31 marzo 2008) una manifesta contrarietà ai principi dell'ordinamento societario, sancendone l'invalidità.

In altri termini, il Tribunale riconosce implicitamente l'esistenza di un diritto soggettivo del socio a restare nella compagine sociale (20); tale diritto è disponibile - nei limiti di operatività del *drag-along* - solo a condizione che vi sia il consenso unanime dei soci (quindi, anche di quelli di minoranza che accettano lo stato di soggezione da esso derivante) ed una equa valorizzazione della dismissione della partecipazione, nei termini ben espressi dalla Massima n. 88 della Commissione studi societari del Consiglio notarile di Milano e della citata pregressa giurisprudenza di merito milanese. A riguardo di grande attualità si dimostrano le riflessioni contenute in un testo risalente del Buonocore, il quale, con magistrale sintesi, affermava come non si possa legittimamente dubitare che il diritto alla qualità di socio "sia un vero e proprio diritto soggettivo" e che "l'interesse patrimoniale del socio nei confronti della società non può trovare piena protezione se non è tutelato il suo interesse a rimanere nella società sino a quando lo desidera" (21).

A sostegno della necessità del consenso unanime per l'introduzione di una clausola statutaria di trascinarsi sia consentita una riflessione finale, afferente la natura giuridica dell'istituto.

Dal punto di vista strutturale, il congegno del *drag-*

along può validamente essere ricostruito secondo due schemi di matrice civilistica, entrambi condivisibili. Il primo, di elaborazione giurisprudenziale, delinea la struttura del *drag-along* al pari di una concessione da parte del socio di minoranza (*promittens*) al socio di maggioranza (*stipulans*) di un'opzione *call* a favore di terzo (beneficiario determinabile in ragione della disponibilità ad acquisire con proposta irrevocabile l'intero capitale) avente ad oggetto la partecipazione di minoranza, sospensivamente condizionata al 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 (22). Il secondo, di elaborazione dottrinale, inserisce il *drag-along* nello schema del mandato a vendere *in rem propriam*, in cui mandante è il socio di minoranza e mandatario è il socio di maggioranza, in capo al quale palese è l'interesse alla vendita congiunta della partecipazione azionaria complessiva (23).

In entrambe le ricostruzioni dogmatiche proposte, è evidente come non si possa in alcun modo prescindere dal consenso del socio di minoranza, sia che venga qualificato come *promittens*, sia come man-

Note:

(18) La presente giustificazione giuridico-economica (con interessanti considerazioni anche rispetto ai precetti contenuti negli artt. 24 e 42 Cost.) è stata, peraltro, utilizzata in passato dalla medesima Ottava Sezione civile, cfr. Trib. Milano 31 marzo 2008, ord., in *Le società*, 2008, 1373, con nota adesiva di C. di Bitonto. Di particolare interesse è il punto IV della massima in cui è dato leggere "la garanzia dell'equa valorizzazione delle azioni alienande in base ad una clausola di c.d. *drag-along* non è rimessa alla previsione del diritto di prelazione: l'esercizio del diritto di prelazione in alternativa all'obbligo di co-vendita, di per sé, non garantisce la congruità del prezzo di dismissione, che resta comunque ancorata a valutazioni soggettive e arbitrarie del socio di maggioranza". L'insufficienza del rimedio della prelazione d'acquisto in favore del socio che subisce il *drag along* è chiaramente manifestata da R. Weigmann, *Clausola statutaria di co-vendita*, nota a Trib. Milano 31 marzo 2008, ord., in *Giur. it.*, 2009, 2, 381.

(19) Cfr. C. D'Alessandro, *op. cit.*, 409 ed altresì, con riferimento all'ambito dei patti parasociali si vedano U. Draetta, *Un esempio di russian roulette clause per la soluzione di dead-locks*, in *Riv. comm. int.*, 1992, 515 ss. e L. Picone, *Contratti di acquisto di partecipazioni azionarie*, Milano, 1995, 146 ss.

(20) Sul tema si esprime in senso conforme V. Salafia, *Squeeze out statutario*, in *Le società*, 2007, 1450 ss.

(21) In questi termini si esprime V. Buonocore, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 185-186.

(22) In questi termini si esprime Trib. Milano 31 marzo 2008, ord., cit., 2008, 1373.

(23) Cfr. C. D'Alessandro, *op. cit.*, 409, il quale richiama altresì, alla nota 18, l'opinione conforme del collega A. Mazzoni nel lodo 29 luglio 2008; con riferimento al mandato *in rem propriam* sia sufficiente il rinvio alle pagine di A. Luminoso, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 1984, 92 ss. e B. Carpino, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Trattato Bessone*, XIV, Torino, 2007, 147 ss.

dante, pena l'introduzione di un meccanismo espropriativo della partecipazione non conforme ai principi cardine dell'ordinamento societario (24); esemplificando il ragionamento, come potrebbe il mandante in una vendita restare vincolato agli effetti di un contratto di mandato alla cui stipulazione non è intervenuto ovvero in relazione al quale non ha prestato il proprio consenso? (25)

Profili strutturali della clausola di co-vendita (c.d. *tag-along*) e *ratio* economico-finanziaria

Come anticipato nel paragrafo introduttivo, il Tribunale di Milano nel decreto in commento non sottopone al vaglio di legalità la clausola di co-vendita (c.d. *tag-along*), lasciando però intendere implicitamente in un passaggio finale della motivazione la non estensibilità ad essa delle considerazioni svolte in relazione alla clausola di trascinamento ("la seconda delle clausole introdotta con la delibera assembleare presenta contenuto più limitato e rispetto al quale la ricostruzione fin qui svolta non risulta determinante").

Ritengo, quindi, opportuno procedere ad alcune riflessioni volte ad evidenziare i profili ricostruttivi della clausola di co-vendita, al fine di enfatizzarne - anche con riferimento alla materia dei *quorum* deliberativi per l'introduzione nella carta statutaria - le differenze rispetto alla clausola di trascinamento.

La clausola *tag-along* (altrimenti detta, con denominazione meno frequente, *piggy back*) è generalmente posta a tutela dei soci di minoranza, attribuendo a questi ultimi il diritto a profittare delle condizioni economiche ottenute dal socio di maggioranza in caso di vendita della relativa partecipazione rilevante (26). In forza di questa clausola, il soggetto intenzionato a cedere la propria partecipazione potrà farlo a condizione di ottenere dal suo acquirente l'impegno all'acquisto delle residue quote alle medesime condizioni a lui riconosciute; il socio di minoranza ha, quindi, il diritto di "co-vendere" a fronte di una offerta irrevocabile di acquisto proveniente dal terzo acquirente. In questo modo i soci di minoranza possono avvantaggiarsi della forza contrattuale di cui gode sul mercato il socio di maggioranza, ad esempio nella determinazione del prezzo unitario di vendita, eventualmente comprensivo di un "premio di maggioranza" (27); del pari, si raggiunge altresì un'adeguata certezza della sorte delle diverse partecipazioni, indipendentemente dall'entità di queste o dal fatto di aver partecipato attivamente alle negoziazioni per la cessione.

È evidente che, al fine di evitare manovre elusive, il

diritto di *tag-along* può esser fatto valere dal socio di minoranza anche qualora la cessione sia effettuata in più *tranches* coordinate fra loro; è poi possibile fissare una soglia percentuale del capitale sociale trasferito in favore del terzo, al di sotto della quale il diritto di *tag-along* non sorge ovvero sia individuare un livello percentuale sotto il quale al socio di minoranza è precluso l'esercizio del *tag-along*, cioè del diritto di essere coinvolto nella trattativa di vendita (soci di ultra-minoranza).

La *ratio* economica del *tag-along* è stata da alcuni autori spiegata in relazione all'ambito di applicazione; si tratta di una clausola diffusa nelle *holding*, dove vi sono soci con peso diverso, la cui partecipazione potrebbe risultare irrilevante per il controllo della società, con il conseguente "rischio di rimanere congelata e priva di reale valore, in quanto nessuno avrebbe interesse al suo acquisto" (28).

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

A mio avviso, ai fini della presente disamina, è im-

Note:

(24) Cfr. C.F. Giampaolino, *op. cit.*, 523 ss. (con particolare riguardo al paragrafo 4).

(25) Dal punto di vista civilistico, il consenso si impone quale strumento di garanzia della libertà dell'individuo di autodeterminarsi; sul valore dell'accordo quale principio di ordine pubblico, si veda *ex multis* V. Roppo, *Il contratto*, in *Trattato Iudica - Zatti*, Milano, 2001, 24 ss. e per una interessante "rilettura" del concetto di accordo si segnala F. Pellegrino, *Una diversa lettura del contratto con obbligazioni del solo proponente e il principio dell'accordo*, in *Dir. e giur.*, 2010, 546 ss.

(26) Condividono questa ricostruzione L. Fabbrini, *op. cit.*, 1034, il quale altresì osserva come normalmente il diritto di co-vendita sia riconosciuto in alternativa a quello di prelazione, e con alcune precisazioni di matrice civilistica C. D'Alessandro, *op. cit.*, 405 e 406.

(27) Il tema del premio di maggioranza è stato da tempo affrontato dalla dottrina commerciale più autorevole, cfr. G.E. Colombo, *La cessione di pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1443 ss. e F. Bonelli, *Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, in AA.VV., *Acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento: materiali e clausole contrattuali*, Milano, 1990, 7 ss.; nella letteratura internazionale A. Dick - L. Zingales, *Private benefits of control - An International comparison*, 2002, consultabile sul sito www.ssrn.com.

(28) In questi termini L. Cappucci, *Clausole di co-vendita*, cit., consultabile sul sito www.newsmercato.it.

portante rilevare che il socio di minoranza, interessato dal *tag-along*, resta sempre libero di vendere o meno la propria partecipazione; in altre parole, mentre il socio di minoranza è titolare di un diritto, per contro il socio di maggioranza è gravato da un obbligo (e, indirettamente, lo è anche il terzo acquirente) (29).

Non può quindi che esser condivisa la precisazione fatta dallo stesso Tribunale di Milano ivi in commento nella parte in cui sottolinea che la clausola di *tag-along* “non comporta, dunque, di per sé la soggezione di alcun socio alla vendita forzata della propria partecipazione ad iniziativa altrui”; al contrario, si profila come una semplice limitazione della libertà di trasferimento delle azioni, in ragione del fatto che ciascun socio, nel momento in cui si accinge a negoziare la cessione della propria partecipazione, dovrà tener conto anche della possibile richiesta di co-vendita proveniente dagli altri soci, in ragione del diritto di *tag-along* loro spettante.

Il concetto di limite alla circolazione della partecipazione merita una riflessione ulteriore.

Specificità della clausola di *tag-along* e critica al concetto di “limite alla circolazione”

Va preliminarmente chiarito che sia per il *tag-along* che per il *drag-along*, il presupposto applicativo della clausola consiste nell’iniziativa economica riferibile al socio di maggioranza, che intende piazzare sul mercato la propria partecipazione, e nell’adesione da parte del terzo acquirente a questa operazione di acquisto “maggiorata”, in quanto comprensiva eventualmente anche del pacchetto di minoranza. In secondo luogo, può osservarsi che il socio di minoranza, dinanzi ad una clausola di *tag-along* conserva un margine di discrezionalità, potendo sempre rifiutare l’offerta irrevocabile di acquisto proveniente dal terzo estraneo, anche ove detta offerta sia corredata dalle condizioni di acquisto vantaggiose previste dallo statuto ed il prezzo sia almeno in linea con i valori di recesso; al contrario, nella clausola *drag-along*, il socio di minoranza verte in uno stato di soggezione, non potendosi nella sostanza opporre al fatto che la propria partecipazione sia conglobata in tutto o in parte nella proposta di vendita fatta nei confronti del terzo acquirente.

In ragione di ciò, a differenza della clausola di *drag-along* in grado di attribuire al socio di maggioranza un diritto soggettivo nuovo ed ulteriore rispetto all’organizzazione sociale, la clausola di *tag-along* circoscrive il suo effetto in due direzioni: attribuisce una facoltà di vendita al socio di minoranza per così

dire “taggato” e limita, ma solo in parte, il regime circolatorio della partecipazione del socio di maggioranza, il quale - dinanzi ad un eventuale rifiuto del socio di minoranza di fruire del diritto di *tag-along* - resta pur sempre libero di vendere la sola partecipazione posseduta, qualora ciò sempre soddisfi il terzo acquirente.

Come detto, in dottrina è diffusa l’opinione che l’inserimento di una clausola di co-vendita costituisca una limitazione alla circolazione della partecipazione sociale (30). Non può non osservarsi, tuttavia, come detto limite sia molto relativo e, anzi, ritengo più corretto parlare di semplice “aggravio” alla circolazione piuttosto che di vero e proprio vincolo. A ben pensare, infatti, la presenza del *tag-along*, da un lato, “pesa” sul socio di maggioranza obbligandolo a procurare al socio di minoranza l’offerta di acquisto alle medesime condizioni da lui stesso negoziate; dall’altro, però, rendendo al terzo decisamente più appetibile l’acquisto della partecipazione complessiva, agevola il socio di maggioranza in una collocazione più semplice e redditizia sul mercato della propria partecipazione (31). Più che di una vera e propria limitazione, preferisco quindi parlare, in prima battuta, di un onere procedimentale operante nella fase di pre-vendita (32) e, in seconda battuta, di un rischio in termini economici per il socio che vende

Note:

(29) Discusso in dottrina è il regime di coercibilità della clausola di co-vendita (c.d. *tag-along*). Da un lato, vi è chi sostiene che il vincolo derivante da una clausola *tag-along* sia meramente obbligatorio (L. Ponti - P. Pannella, *La preferenza nel diritto societario e successorio*, Milano, 2003, 221), dall’altro, chi ritiene preferibile la tesi dell’efficacia reale raggiungibile con una specifica tecnica redazionale della clausola statutaria (sia consentito a riguardo il rinvio a P. Divizia, cit., 157 ss., in particolare per la tecnica redazionale 161-162). In entrambi i casi, va osservato che la clausola *tag-along* attribuisce il diritto di co-vendita al socio di minoranza, garantendogli tutela indennitaria o risarcitoria (qualora la si configuri con efficacia obbligatoria) oppure inibendo il dispiego degli effetti traslativi della cessione di maggioranza ove non sia rispettata la procedura in favore del socio di minoranza (qualora si ricorra al meccanismo condizionale in grado di garantire tutela reale).

(30) Cfr. C. D’Alessandro, *op. cit.*, 408 ss. e L. Fabbrini, *op. cit.*, 1029 ss.

(31) Sul mercato è infatti più appetibile la vendita della partecipazione totalitaria di una società piuttosto che la cessione di un pacchetto azionario in grado di assicurare una semplice maggioranza relativa in assemblea.

(32) Nella stessa motivazione della Massima n. 88 viene osservato come “la clausola possa concretamente atteggiarsi a limitazione del potere di disporre è dimostrato già ove si consideri l’ipotesi sopra indicata sub a), posto che il socio che aspira alla vendita è tenuto a rendere conto anche agli altri soci partecipi dell’operazione programmata”. In dottrina, con riferimento al *drag-along*, sottolinea il profilo dell’onere procedimentale C.F. Giampaolino, *op. cit.*, 523 ss. (in particolare nel paragrafo 5).

di vedersi opporre dal socio di minoranza un rifiuto all'esercizio del *tag-along*.

In ragione delle considerazioni sinora svolte e modificando un'opinione espressa in passato (33), ritengo necessario distinguere adeguatamente, sotto il profilo delle modalità di introduzione nello statuto, ipotesi di trascinamento e di co-vendita; il carattere strutturalmente differente del *tag-along* e la sua portata decisamente meno invasiva sulle posizioni giuridico-soggettive dei soci ne consentono, a mio avviso, l'introduzione a sola maggioranza.

A sostegno di detta affermazione sia consentita una osservazione ulteriore rispetto a quelle fondate sulla già evidenziata differenza funzionale intercorrente con il *drag-along* (34).

Il recepimento a livello statutario di una clausola di *tag-along* determina, a mio avviso, l'attribuzione di un diritto particolare di co-vendita non già ad un singolo azionista nominativamente individuato, bensì ad un numero di azionisti, determinabili volta per volta *per relationem*; il diritto, infatti, spetterà a coloro i quali si trovino al di sotto di una determinata soglia di partecipazione, tale da determinare l'assunzione della veste di socio di minoranza. A livello statutario, come detto, possono addirittura fissarsi delle soglie percentuali minime e massime entro cui far operare l'attribuzione del diritto di *tag-along* (35). Questa tecnica è in linea con il sistema capitalistico puro della s.p.a., non integrando un livello di personalizzazione della partecipazione tale da paventare - come evidenziato in dottrina - il rischio di nullità per contrarietà al tipo azionario (36). L'attribuzione del diritto di co-vendita ad una cerchia determinabile di soci non implica, tuttavia, la creazione di una categoria speciale di azioni; il *tag-along* si pone piuttosto come un esempio di clausola statutaria che, in deroga al principio della spersonalizzazione della partecipazione sociale tipico delle azioni, attribuisce rilievo alla persona del socio, più che al singolo titolo azionario.

Non si tratta, peraltro, di un esempio isolato nell'ordinamento societario in cui assume rilievo, per l'attribuzione o la privazione di un diritto sociale, il superamento di una certa percentuale azionaria. Si pensi, ad esempio, ai limiti statutari di esercizio del diritto di voto in relazione alla quantità di azioni possedute dal singolo azionista, volti a circoscrivere, ai sensi dell'art. 2351, comma 2, c.c., il suo peso deliberativo in assemblea; in tal caso, si assiste ad una privazione temporanea del diritto di voto dei titoli in eccedenza rispetto alla soglia, i quali riacquisteranno - a differenza di ciò che accadrebbe qualora si trattasse di azioni di categoria istituzionalmente pri-

ve del diritto di voto - il "peso amministrativo assembleare" in caso di alienazione a terzi.

Analoghe considerazioni possono essere effettuate con riferimento al diritto di co-vendita, meglio comprensibili attraverso un esempio numerico: Primo è proprietario del 60% dell'intero capitale sociale, mentre il restante 40% è suddiviso in parti uguali fra i soci (tutti figli di Primo) Secondo, Terzo, Quarto e Quinto. I soci di minoranza, in ragione del 10% del capitale sociale da ciascuno detenuto, godono del diritto di *tag-along* statutariamente previsto, in caso di vendita a terzi da parte del socio di maggioranza (in questo momento, Primo) della partecipazione posseduta; è ovvio che in caso di donazione da parte di Primo in favore di Secondo (figlio prediletto) dei 3/4 del proprio pacchetto azionario (per un complessivo 45% dell'intero capitale sociale) (37), Primo diverrà, al pari degli altri figli, socio di minoranza e maturerà in proprio favore il diritto di *tag-along*. Specularmente il nuovo socio di maggioranza Secondo, titolare all'esito della donazione del 55% del capitale sociale, non godrà più dell'indicato diritto di co-vendita, potendo al più utilizzare il differente diritto di *drag-along*, ove previsto nello statuto.

Infine, sia consentita una riflessione finale in ordine ai rapporti fra clausola di *tag-along* e disciplina contenuta nell'art. 2355-bis, commi 1 e 2, c.c. (38).

In primo luogo, avuto riguardo al primo comma, va osservato che la clausola di *tag-along* può essere inserita nello statuto di una s.p.a. senza alcuna limitazione di efficacia temporale; essa, infatti, pur condizionando oggettivamente il socio alienante nel reperimento di un'opportunità di acquisto a parità di condizioni in favore del socio di minoranza, non arriva mai a determinare effetti equipollenti o quanto me-

Note:

(33) Cfr. P. Divizia, *op. cit.*, 169-170.

(34) Evidenti, peraltro, sono i tratti differenziali fra clausola di *tag-along* e clausola di riscatto. Sotto un primo profilo, in quest'ultima il diritto di riscatto spetta sempre alla società ovvero ai soci e non già ad un terzo estraneo alla compagine sociale; per altro verso, il socio che subisce il riscatto verte in una posizione di soggezione, del tutto assente invece in capo al titolare del *tag-along*, cfr. a riguardo L. Fabbri, *op. cit.*, 1041 e N. de Luca, *op. cit.*, 182.

(35) Cfr. P. Divizia, *op. cit.*, 158-160.

(36) Cfr. P. Sfameni, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 172 ss.

(37) La donazione, in quanto atto liberale, non costituisce di per sé presupposto operativo del diritto di *tag-along*.

(38) Con riferimento al *drag-along* si è già cercato di dimostrare, ad avviso di chi scrive, la differenza in termini strutturali e funzionali rispetto ad una mera limitazione alla circolazione dei titoli azionari.

no riconducibili a quelli del divieto di alienazione. Non è, dunque, necessario circoscrivere la portata degli effetti nell'ambito del quinquennio (39), in quanto la clausola di *tag-along*, come più volte detto, attribuisce una posizione di libertà per il socio di minoranza, il quale non rischia mai di restare *prisonnier de son titre*.

In secondo luogo, volendo condividere l'inquadramento offerto dalla Massima n. 88 della Commissione studi societari del Consiglio notarile di Milano in termini di clausola limitativa alla circolazione delle azioni, va osservato che la relativa introduzione a maggioranza costituirà ipotesi di esercizio del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437, comma 2, lett. b), c.c.

Sotto altro profilo, invece, per questa tipologia di clausola ritengo inutili "i correttivi" disposti dal secondo comma dell'art. 2355-bis c.c. (ossia l'obbligo di acquisto a carico della società o di altri soci ovvero il diritto di recesso dell'alienante). Questo assunto si fonda sulla semplice osservazione che - come detto - la clausola di *tag-along* non solo dispiega in suoi effetti in un contesto contrattuale ed extra-societario rappresentato dalla negoziazione delle partecipazioni in favore di terzi, ma anche sul fatto che essa non rende prigioniero della società alcun socio; il socio di minoranza resta sempre libero di accettare o meno la dismissione del proprio pacchetto azionario alle condizioni negoziate dal socio di maggioranza con il terzo (e così fruendo del diritto di *tag-along*); il socio di maggioranza, anche qualora il socio di minoranza non accetti la co-vendita, resta del pari libero di dismettere la propria partecipazione, la cui alienabilità - a differenza di ciò che accade con il mero gradimento - è fuori discussione. Difetta, quindi, in radice il presupposto logico (cioè la soggezione della permanenza o meno in società alla manifestazione di un mero gradimento di terzi), prima ancora che giuridico, per l'applicazione degli indicati correttivi, i quali sono, peraltro, sconosciuti alla prassi operativa (del tutto assenti, infatti, nelle clausole di *tag-along* presenti negli statuti di s.p.a. chiuse operanti in Milano e consultati per la stesura del presente contributo).

La possibilità di introdurre la clausola di *tag-along* a maggioranza dovrebbe consentirne in egual modo l'eliminazione, anche se, sotto questo aspetto, merita di essere svolta una osservazione improntata alla finalità economica della co-vendita.

Le clausole in esame, come osservato in dottrina, sono oggetto di frequente richiesta nelle operazioni di venture capital dal partner finanziario, il cui fine ultimo è ovviamente quello speculativo e consistente nella rivendita della partecipazione di minoranza a terzi (cc.dd. nuovi partners industriali), interessati alla gestione della so-

cietà, dopo che essa ha superato la delicata fase dell'avviamento (in cui è stata supportata dai capitali esterni del socio finanziatore) ovvero sia stata riqualificata e rilanciata sul mercato (40). Dal punto di vista notarile, va osservato che il venture capitalist al momento dell'investimento iniziale negozia l'inserimento nello statuto della società di alcune clausole atte a garantire, da un lato, un suo influsso nella governance societaria per tutto il periodo di permanenza ed una forma di remunerazione privilegiata e, dall'altro, modalità di uscita dalla compagine societaria trasparenti e vantaggiose, mirate alla massimizzazione dell'investimento finanziario fatto a medio termine.

Proprio quest'ultima finalità è perseguita attraverso la predisposizione di specifiche clausole di co-vendita, le quali saranno strutturate di volta in volta a seconda della richiesta avanzata dal *venture capitalist*; in questo contesto, può osservarsi come sia opportuno che il *partner* finanziario (socio di minoranza del capitale sociale e destinato ad una presenza "temporanea" nell'assetto societario) protegga il proprio investimento richiedendo espressamente che la rimozione dallo statuto sociale della clausola di co-vendita possa avvenire solo all'unanimità e, dunque, con il proprio consenso. Sarebbe, infatti, impensabile che in una complessa operazione in cui il socio finanziatore entra a far parte del capitale sociale di una società che intende sostenere nella fase di *start-up* (acquisendone con nuovi capitali una quota rilevante, ancorché di minoranza), dopo essersi assicurato - in fase di acquisizione - l'introduzione di apposite clausole *tag-along* a protezione della sua successiva uscita, possa subire *medio tempore* l'eliminazione di dette clausole con decisione assunta dalla maggioranza (ossia proprio dal *partner* industriale in difficoltà che il *venture capitalist* ha supportato finanziariamente). A riguardo, non paiono esservi ostacoli alla previsione - in seno alla società azionaria - di singole fattispecie modificative dello statuto

Note:

(39) In senso conforme C. D'Alessandro, *op. cit.*, 405.

(40) In estrema sintesi, il *venture capital* può definirsi come una forma di finanziamento, con apporto di capitale di rischio a imprese medie-piccole o che generano utili dopo un periodo di tempo. Il finanziamento viene realizzato attraverso l'acquisto di una partecipazione azionaria, in molti casi effettuato da un fondo chiuso, al cui capitale partecipano intermediari finanziari, investitori privati e fondi pensione. Il contratto tra il *venture capitalist* e l'impresa prevede normalmente lo *staging*: i fondi necessari per realizzare il progetto imprenditoriale vengono erogati in fasi successive, a condizione che determinati obiettivi reddituali e di crescita siano stati raggiunti. In dottrina, in tema di operazioni di *venture capital* e, più in generale, di *private equity* si rinvia a S. Bruna, *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 821 ss.

per le quali si richiede espressamente il consenso unanime (41).

Ferma restando l'ammissibilità di questo correttivo pattizio a protezione del *venture capitalist*, più in generale, ritengo tuttavia che la regola di *default* per l'introduzione e la rimozione di una clausola di co-vendita, per la ragioni suesposte, sia e resti quella della maggioranza assembleare.

In ragione di tutte le considerazioni sin qui svolte, sia consentita una battuta finale. La manifesta assonanza "musicale" fra diritto di *tag-along* e di *drag-along* non deve indurre in errore, portando all'equiparazione di due figure che restano molto lontane fra loro per struttura, funzione e, non ultimo, modalità di introduzione nello statuto sociale.

Nota:

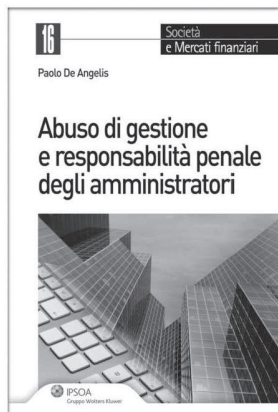
(41) Ad esempio, in tema di trasformazione eterogenea, ai sensi dell'art. 2500-*septies* c.c., la derogabilità pattizia del *quorum* deliberativo ordinario pari ai 2/3 con l'unanimità dei consensi è ammessa dalla Massima n. 54 della Commissione studi societari del Consiglio notarile di Milano; in dottrina esprime opinione contraria all'introduzione di clausole che prevedano l'unanimità dei consensi, F. Laurini, *Artt. 2368-2369 c.c., L'assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 103, mentre in senso favorevole si segnala F. Magliulo - F. Tassinari, *Il funzionamento dell'assemblea di spa nel sistema tradizionale*, Milano, 2008, 216-218. Con riferimento alla s.r.l., favorevoli all'introduzione della regola unanimitica per l'assunzione delle decisioni dei soci, oltre alla Massima n. 42 della Commissione studi societari del Consiglio notarile di Milano, in dottrina si segnalano G. Marasà, *Maggioranza e unanimità nelle modificazioni dell'atto costitutivo della s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, Torino, 2007, 713 ss. e A. Blandini, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009, 155 ss.

LIBRI

Collana **Società e Mercati finanziari**

Abuso di gestione e responsabilità penale degli amministratori

di Paolo De Angelis



Il volume esamina, partendo dalla **riforma dei reati societari**, il tema della gestione dell'impresa societaria e quello della valutazione delle condotte degli amministratori alla luce della norma sull'infedeltà patrimoniale. L'art. 2634 c.c. delinea nell'ordinamento penale una fattispecie incentrata sulla **tutela del patrimonio sociale** contro le aggressioni da parte degli organi di gestione che si trovano in conflitto di interessi con la società. Oltre al tema dell'**infedeltà patrimoniale**, la norma regola altresì la gestione nei **gruppi societari** e il fenomeno dei **c.d. vantaggi compensativi**.

Attraverso l'analisi degli orientamenti dottrinali e giurisprudenziali e la costante comparazione tra disciplina civilistica e norma penale, l'Autore affronta le principali **problematiche interpretative ed applicative**, fornendo una risposta alle molteplici questioni che si pongono nella pra-

tica quotidiana di ogni compagine sociale: quali condotte espongono l'amministratore a conseguenze penali? Quali sono gli atti infragruppo consentiti e quali quelli vietati? Che rapporti intercorrono tra il reato di infedeltà, quello di appropriazione indebita e, in caso di fallimento, quello di bancarotta?

Il volume si rivolge ai giuristi, specie quelli d'impresa, ai professionisti che si occupano di gestione e controllo societario, ai magistrati e agli studiosi ed operatori del diritto penale.

Codice: 116643
Ipsoa 2011, pagg. 192, € 22,00

Per informazioni e acquisti

- **Servizio Informazioni Commerciali**
(tel. 02.82476794 - fax 02.82476403)
- **Agente Ipsoa di zona** (www.ipsoa.it/agenzie)
- <http://shop.wki.it/ipsoa>