

## PATTI/CLAUSOLE DI CO-VENDITA E TRASCINAMENTO: AVVERTENZE D'USO

Come noto, sono state da tempo elaborate nella prassi societaria alcune tipologie di previsioni (parasociali o trasfondibili in clausole statutarie)<sup>1</sup> che, pur se generalmente e genericamente qualificati come di limitazione alla circolazione delle partecipazioni societarie, lungi invero dal porvi ostacoli, appaiono semmai finalizzati a provocarla e compulsarla.

Pur infatti nella varietà delle ragioni sottese a simili pattuizioni, il comune denominatore delle stesse può rinvenirsi nell'interesse degli aderenti di "forzare", in talune determinate ipotesi, la dismissione di partecipazioni a condizioni "commerciali" dettate da particolari dinamiche societarie, più che da una normale negoziazione tra venditore ed acquirente.

Tant'è vero che anche i pochi, ma significativi, arresti giurisprudenziali sulla validità di siffatte previsioni parasociali e/o statutarie hanno posto l'attenzione sulla legittimità dell'imposizione di un obbligo di vendita, piuttosto che di un divieto di cessione.

Appare dunque interessante verificare lo stato dell'arte della giurisprudenza sui limiti di validità e/o inopponibilità di siffatta tipologia di clausole, anche al fine di articolarne del migliore dei modi il contenuto.

### A) LE PRINCIPALI TIPOLOGIE DI PATTI/CLAUSOLE DI CO-VENDITA E DI TRASCINAMENTO.

Si premette qualche nozione di carattere generale.

I patti di co-vendita (c.d. "*go along options*") prevedono, in sede di prima approssimazione, il diritto e/o l'obbligo di cessione congiunta di partecipazioni a terzi, comportanti quindi – come detto – pregnanti limitazioni non tanto alla circolazione delle stesse partecipazioni, ma semmai alla libertà negoziale dei soci nella determinazione delle relative condizioni (soggettive ed oggettive).

Sino alla riforma del diritto societario del 2003, siffatti patti venivano quasi esclusivamente conclusi in sede parasociale, stante l'assoluto rigore della previgente disciplina di cui all'art. 2355 c.c..

L'attuale disciplina dell'art. 2355-bis c.c. consente, sia pure con le avvertenze *infra* segnalate, l'inserimento di analoghi patti in statuto.

I patti di co-vendita sono principalmente finalizzati a tutelare i diritti della minoranza, pur non mancando concrete articolazioni poste a tutela degli interessi della maggioranza.

L'esigenza di fondo sottesa a siffatte pattuizioni è infatti quella di assicurare al socio di minoranza, o paritetico, la possibilità di cessione, a condizioni non eccessivamente penalizzanti, della propria partecipazione.

Va al riguardo rammentato che vengono solitamente a trovarsi in posizione di minoranza anche i soci finanziatori (specie investitori istituzionali quali *merchant bank*, fondi d'investimento, ecc.), entrati nella compagine sociale proprio a seguito dell'acquisto della partecipazione del socio di minoranza ovvero della sottoscrizione di azioni di nuova emissione, ancorché sulla base di preventivi e specifici accordi con i soci di maggioranza.

La possibile co-vendita della propria partecipazione costituisce, quindi, specialmente per il socio di minoranza, uno strumento di tutela contro l'ingresso in società di soci non graditi (senza la

---

<sup>1</sup> Fatti salvi i diversi aspetti, anche problematici, caratterizzanti la duplice forma di possibile "consacrazione" di tali patti, gli stessi vengono qui definiti con la formula bivalente "*patti/clausole*".

necessità di esercitare il diritto, spesso assai oneroso, di prelazione), nonché una *chance* di smobilizzo della propria partecipazione.

La vendita congiunta delle partecipazioni può peraltro articolarsi anche in senso opposto, ossia prevenendo l'obbligo, e non già il diritto, degli altri soci alla cessione.

Tale diversa soluzione può risultare favorevole sia al socio di minoranza, in grado di conseguire un corrispettivo altrimenti inimmaginabile per una quota non di controllo, sia al socio di maggioranza, in grado di offrire in vendita l'intero capitale e quindi evitare la permanenza nella società di un socio di minoranza potenzialmente ostile all'acquirente.

Analizziamo ora più in dettaglio le varie più specifiche declinazioni dei patti/clausole di co-vendita e di trascinamento affermatesi nella prassi.

#### 1. Il diritto di co-vendita ("tag along" o "accodamento").

Con il cosiddetto "*tag along*" si accorda al socio di minoranza il diritto di cedere la propria partecipazione contestualmente alla vendita del pacchetto del socio di maggioranza.

Come accennato, il socio di minoranza può in tal modo garantirsi i seguenti vantaggi:

- scongiurare la convivenza con un nuovo socio potenzialmente non gradito;
- approfittare della possibilità di smobilizzo di una partecipazione altrimenti poco "appetibile";
- incassare il maggior prezzo unitario "spuntato" con la sua maggiore forza contrattuale dal socio di maggioranza (approfittando, in altri termini, *pro quota* del relativo premio di maggioranza).

In buona sostanza, il diritto di "*tag along*" consente ai soci che hanno investito in una certa società in quanto partecipata da un determinato soggetto di dismettere la propria partecipazione contestualmente alla fuoriuscita di quest'ultimo.

Generalmente, tale meccanismo si attua prevedendo che la cessione da parte del socio di maggioranza sia sottoposta alla condizione sospensiva del mancato esercizio del diritto di co-vendita da parte degli altri soci (di norma, di minoranza) entro il termine prefissato.

#### 2. Gli obblighi di co-vendita ("drag along" e "bring along", o "trascinamento").

Con i patti/clausole di c.d. "*trascinamento*" si prevede invece l'obbligo per gli altri soci di cedere la propria partecipazione contestualmente alla vendita da parte del socio in favore del quale è concesso lo speculare diritto.

Ove l'obbligo sia pattuito a favore dei soci di minoranza, si parla di "*drag along*", figura che si differenzia dal "*tag along*" solo sotto il profilo del soggetto assuntore dell'iniziativa di vendita (nel primo caso il soggetto obbligato, nel secondo il titolare del diritto), rimanendone ferme struttura e funzioni.

Il patto che disponga invece il trascinamento in favore della maggioranza, in caso di iniziativa di vendita riferibile alla stessa, viene definito di "*bring along*".

In questo caso si concede di fatto alla maggioranza la facoltà di negoziare con soggetti terzi la cessione tanto della propria partecipazione quanto delle partecipazioni degli altri soci sindacati, obbligati alla cessione alle medesime condizioni.

Viene in tal modo tutelato l'interesse della maggioranza a poter aderire ad una eventuale offerta d'acquisto totalitaria, senza dover cedere al potere di ricatto dei soci di minoranza.

Talvolta, all'obbligo di co-vendita viene associato il diritto, alternativo, di prelazione del socio obbligato per l'acquisto delle azioni poste in vendita alle medesime condizioni offerte dal terzo aspirante acquirente.

Sul piano dell'inquadramento civilistico, secondo una recente sentenza di merito<sup>2</sup>, le fattispecie di trascinarsi sarebbero assimilabili ad una opzione di acquisto ("call") a favore di terzo persona da nominare (beneficiario determinabile in ragione della disponibilità ad acquisire con proposta irrevocabile l'intero capitale) sulla partecipazione del promittente, sospensivamente condizionata alla circostanza del ricevimento da parte dello stipulante di un'offerta di acquisto dell'intero capitale sociale e del mancato esercizio del diritto di prelazione sulla quota di maggioranza ad opera del promittente.

#### B) CASI PRATICI DI CONCRETA UTILITA' DEI PATTI/CLAUSOLE DI CO-VENDITA E DI TRASCINAMENTO.

Le clausole/patti di co-vendita e di trascinarsi sono state "importate" dal diritto anglosassone al fine di soddisfare principalmente l'esigenza di disinvestimento proficuo e veloce delle banche d'affari, dei fondi di investimento o dei partner finanziari in genere.

Le medesime clausole/patti possono peraltro rispondere anche ad altri interessi rinvenibili nella prassi quotidiana in fattispecie più, per così dire, "domestiche".

Si pensi, ad esempio:

- alla società partecipata da un socio imprenditore di maggioranza e da altri soci finanziatori titolari di partecipazioni di minimo valore, nella quale la clausola/patto di co-vendita può risultare utile al fine di consentire ai soci di minoranza di alienare le loro partecipazioni unitamente al socio di maggioranza ed allo stesso prezzo dal medesimo pattuito (tendenzialmente superiore a quello conseguibile dai soci minori), mentre una clausola/patto di trascinarsi consentirebbe allo stesso socio di maggioranza di cedere l'intera società e non solo la sua partecipazione;
- ad una società "familiare" nella quale debba pianificarsi il c.d. "passaggio generazionale" dell'impresa, attraverso il collegamento di figli inadatti al figlio con maggiore "stoffa", consentendo a quest'ultimo di alienare l'intera società a vantaggio di tutti e, dall'altro lato, di evitare che, nel caso in cui il figlio capace lasci la società gli altri restino alla mercé di un soggetto estraneo;
- ad una società sempre "familiare" nella quale il padre fondatore dell'impresa intenda conservare la prerogativa della possibile vendita dell'intera società senza essere assoggettato alla (eventualmente) diversa volontà dei figli, attraverso il ricorso ad una clausola/patto di trascinarsi;
- all'ipotesi di intestazione fiduciaria di partecipazioni da un socio all'altro, ove la clausola di trascinarsi può consentire al reale titolare di cedere anche le partecipazioni intestate fiduciariamente senza ostruzionismi del fiduciario, conseguendo anche un prezzo superiore;
- al socio entrato in una compagnia solo in ragione della presenza di un determinato soggetto oppure di una serie di soggetti in "cordata", ove la clausola di co-vendita consente il più agevole disinvestimento in caso di fuoriuscita del socio di riferimento.

In buona sostanza, si tratta principalmente di quelle fattispecie nelle quali l'acquisizione di una società è effettuata da un "gruppo" di acquirenti, ognuno dei quali acquista solo una parte del capitale sociale della società *target*; la clausola, pertanto, risponde all'interesse di soggetti che, per

---

<sup>2</sup> Trib. Milano 31 marzo 2008, in *Le Società* 2008, 1373.

motivi commerciali e/o finanziari e/o familiari, hanno deciso di acquisire congiuntamente l'intera partecipazione della società *target*, e che, probabilmente, sono intenzionati a rimanere soci collegati tra loro.

C) I DIVERSI EFFETTI E LE PRINCIPALI PROBLEMATICHE GIURIDICHE AFFERENTI I PATTI/CLAUSOLE DI CO-VENDITA E TRASCINAMENTO DI FONTE SIA PARASOCIALE CHE STATUTARIA.

A seconda che i patti/clausole in esame siano inseriti in accordi parasociali o in statuto possono mutare gli effetti e le relative problematiche giuridiche.

### 1. La valenza meramente obbligatoria ovvero reale dei patti/clausole di co-vendita e trascinamento.

Secondo la generale dicotomia di effetti tra patti parasociali e clausole statutarie, mentre i primi presentano una mera efficacia obbligatoria, la cui violazione attribuisce alla parte non inadempiente il solo diritto al risarcimento del danno, le seconde, assumendo efficacia c.d. "reale", consentono al socio pretermesso di far invalidare il trasferimento concluso in violazione dell'obbligo di trascinamento ovvero di costringere la parte che vi sia tenuta al rispetto del diritto di accodamento.

Diversamente, la concreta efficacia dei patti parasociali, stante la loro incoercibilità, può essere supportata dalla previsione di penali in caso di inadempimento o pegni sulle azioni dell'obbligato, ovvero ancora attraverso la contestuale introduzione di una "*put option*" a carico di quest'ultimo, che consentirebbe tendenzialmente anche l'esecuzione in forma specifica dello stesso obbligo.

### 2. La maggioranza richiesta per il valido inserimento in statuto.

Fermo che la valida conclusione di un patto parasociale richiede, ovviamente, il necessario consenso unanime di tutti i paciscenti, si è posto semmai il problema della maggioranza richiesta per la deliberazione assembleare avente ad oggetto l'introduzione in statuto di una clausola di co-vendita e/o trascinamento in un momento successivo a quello della costituzione della società<sup>3</sup>.

Ebbene, secondo una recente pronuncia del Tribunale di Milano, le clausole di covendita (o *drag-along*) possono essere introdotte nello statuto di s.r.l. con deliberazione assunta con le normali maggioranze previste in tema di modifica dello statuto, purché tutti quanti i soci vengano a trovarsi nella medesima posizione rispetto all'evento futuro della cessione a terzi che dà origine al diritto di *drag-along*, con esclusione di qualsivoglia vantaggio o peso attribuito a singoli soci<sup>4</sup>.

Contra, una precedente decisione degli stessi giudici milanesi, che aveva affermato l'illegittimità della delibera assembleare assunta a maggioranza, con cui si introduce nello statuto una clausola di co-vendita in base alla quale il socio di minoranza è obbligato a vendere le proprie azioni nel caso in cui la maggioranza venda le proprie<sup>5</sup>.

### 3. I profili di invalidità e/o inopponibilità.

(i) La validità del "*drag along*" è stata posta in discussione (indipendentemente dalla sua formalizzazione in un patto parasociale, piuttosto che in una clausola statutaria) sotto un duplice profilo:

---

<sup>3</sup> Giacché, l'inserimento *ab origine* nel contratto sociale implica comunque il consenso unanime di tutti i soci fondatori.

<sup>4</sup> Trib. Milano ordinanza, 22/12/2014, in *Le Società*, 2015, 3, 366.

<sup>5</sup> Trib. Milano, 24/03/2011, in *Giur. It.*, 2011, 12, 2582

- da un lato, per contrarietà a principi di diritto societario, giacchè l'obbligo di co-vendita sarebbe invero inquadrabile nell'ambito di un patto di riscatto ex art.2347-sexies c.c., senza peraltro una sicura predeterminazione del prezzo delle partecipazioni oggetto della cessione forzata, imposta, per contro, inderogabilmente dall'art.2437-ter c.c.;
- dall'altro lato, per contrarietà ai principi generali di diritto comune, implicando una sostanziale rinuncia preventiva alle prerogative del diritto di proprietà.

Una prima pronuncia del Tribunale di Milano, risalente al 2008<sup>6</sup>, nell'ambito di una "classica" clausola di "*drag along*" (*rectius*: "*bring along*" secondo la nomenclatura più analitica), con annessa clausola di prelazione, di fronte al mancato esercizio della prelazione da parte del socio di minoranza al prezzo offerto dal terzo potenziale acquirente, ha sancito la nullità della clausola di co-vendita sul presupposto della mancata previsione di un meccanismo di equa valorizzazione della partecipazione, non essendo stato garantito almeno il valore reale delle azioni, aumentato delle prospettive reddituali della società, dovendo la clausola di drag-along deve essere redatta in modo da non determinare un "effetto espropriativo" in capo al socio "trascinato"<sup>7</sup>.

Nel caso di specie, un fondo di *private equity* controllante una società si apprestava a cedere la propria partecipazione ad un acquirente terzo e, constatato il mancato esercizio della prelazione da parte del socio di minoranza, faceva valere il diritto di co-vendita previsto dallo statuto per costringere quest'ultimo a cedere la sua partecipazione allo stesso acquirente; il socio minoritario impugnava la clausola di *drag-along*, sostendone l'invalidità, e di conseguenza il terzo acquirente aveva il Tribunale di Milano per chiedere il sequestro giudiziario delle quote del socio minoritario; il Tribunale di Milano rigettava il ricorso del terzo acquirente, argomentando che la clausola di *drag-along* dovesse ritenersi, appunto, nulla. .

Nella parte motiva del provvedimento (ordinanza cautelare), il giudice milanese ha affermato che, a dispetto della libera negoziazione della clausola di trascinamento controversa, la stessa potrebbe rivelarsi nulla perché contraria al diritto costituzionalmente garantito alla proprietà, il quale esige - trattandosi di espropriazione - un prezzo adeguato e, quindi, in buona sostanza, l'equa valorizzazione della partecipazione.

Si è obiettato che i criteri di cui all'art. 2437-ter co.2 c.c. non possono ritenersi assolutamente inderogabili, tanto per il riscatto, quanto per le clausole di trascinamento, considerato che la stessa regola legale di determinazione del valore di liquidazione è in via generale derogabile per statuto, seppure con il vincolo di indicare i valori di bilancio da rettificare e gli altri elementi da tenere in considerazione (art. 2437-ter co.4 c.c.) e che, relativamente al riscatto, vale ulteriormente la riserva di compatibilità espressa nell'art. 2437-sexies c.c.<sup>8</sup>.

Potrebbe altresì evidenziarsi che le clausole abitualmente impiegate nella prassi per il superamento di situazioni di stallo (cosiddette *dead-lock*), per le quali non constano provvedimenti giudiziali di dichiarata invalidità, ripropongono uno schema simile di "*exit*", basato sulla fissazione del prezzo da parte di un socio, con attribuzione all'altro della facoltà di vendere, oppure comprare, al medesimo prezzo (la già menzionata clausola della "*roulette russa*").

<sup>6</sup> Trib. Milano 31 marzo 2008, in *Le Società*, 2008, 1373.

<sup>7</sup> Ossia il valore determinabile secondo i fattori (*market value*, *asset value*, e *earnings value*) considerati nel cosiddetto *Delaware Block Method*, peraltro da tempo abbandonato dalla Corte Suprema del Delaware e sostituito da più moderni metodi di valutazione contraddistinti dalla combinazione di una pluralità di elementi, tra i quali l'attualizzazione dei flussi di cassa (*discounted cash flow method*), la comparazione con altre società in settori analoghi (*comparable company approach*), il metodo del patrimonio netto (*net asset value method*), il moltiplicatore del margine operativo lordo (*EBITDA multiplier*), il moltiplicatore dei prezzi a libro (*price/book multiplier*), nonché l'attualizzazione dei dividendi (*dividend discount model*).

<sup>8</sup> De Luca, *Validità delle clausole di trascinamento ("drag-along")*, in *Banca, Borsa, Tit. Cred.* 2009, 2, 174, cit., 184.

Il Tribunale di Milano ha rilevato anche il possibile uso strumentale e fraudolento della clausola di co-vendita, allorquando, attraverso la complicità del terzo offerente (cosiddetto “cavaliere bianco”), la maggioranza intenda approfittare della debolezza finanziaria della minoranza per imporre un prezzo ingiusto.

Tale preoccupazione viene tuttavia ritenuta condivisibile in astratto, ma inidonea a fondare il giudizio di liceità della clausola controversa senza un’attenta verifica della fattispecie concreta.

In altri termini, la frode potenziale non può condurre all’aprioristica delegittimazione della clausola, suscettibile, semmai, di invalidamento solo a seguito dell’accertamento, secondo gli ordinari canoni probatori, della frode, ossia della mala fede nell’esecuzione del contratto (ferma la validità genetica della previsione statutaria).

I giudici milanesi hanno confermato il predetto orientamento con una più recente decisione del 2014<sup>9</sup>, secondo cui le clausole di covendita (o *drag-along*) statutarie devono necessariamente prevedere meccanismi di equa valorizzazione delle quote dei soci soggetti al diritto di covendita altrui.

Da tali precedenti giurisprudenziali, possono, in definitiva, ricavarsi le seguenti “avvertenze”:

- a. non basta abbinare alla clausola di *drag-along* un diritto di prelazione per essere certi che il diritto di co-vendita sia valido, dal momento che, pur consentendo il diritto di prelazione al socio minoritario di evitare la vendita forzata delle proprie quote al terzo, tale facoltà non è stata ritenuta sufficiente per garantire l’equo trattamento del socio di minoranza;
- b. per assicurarsi che il diritto di co-vendita sia valido e coercibile (se di fonte statutaria), occorre disciplinare in statuto il suo concreto meccanismo di funzionamento, prevedendo con precisione i criteri di valutazione ai quali ci si dovrà attenere per quantificare il valore delle quote oggetto di trascinamento e dunque destinate ad essere cedute coattivamente al terzo acquirente;
- c. se fosse impossibile raggiungere un accordo in ordine ai criteri di valutazione, sarebbe opportuno ricorrere a quelli previsti dal codice civile in ipotesi di recesso del socio, rispettivamente, di s.p.a. o di s.r.l.

(ii) La giurisprudenza ha avuto altresì modo di precisare che il principio di libera trasferibilità e circolazione delle partecipazioni sociali è principio generale e, pertanto, esclude la possibilità di accedere ad un’interpretazione analogica o estensiva di disposizioni statutarie che limitino la circolazione delle azioni, quali le clausole di prelazione o di co-vendita<sup>10</sup>.

(iii) E’ stata, per altro verso, posta in discussione la validità delle clausole di co-vendita sotto il profilo della compatibilità con il carattere capitalistico delle società per azioni, che non tollererebbe l’attribuzione di diritti speciali a singoli azionisti (evenienza, per contro, senz’altro compatibile con la disciplina delle società a responsabilità limitata).

Più in particolare, sulla base della ritenuta assimilabilità della clausola di co-vendita ad un patto di riscatto ex art.2437-sexies c.c., ci si è chiesti se la stessa clausola rispetti il dettato dell’art. 39 della Seconda Direttiva CE<sup>11</sup> e se non risulti in ogni caso salvaguardato il diritto dei dissenzienti di recedere a sensi del’art.2437 co.2 c.c.<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup> Trib. Milano Ordinanza, 22/12/2014, *cit.*

<sup>10</sup> App. Milano Sez. I, 27/09/2012, in *Le Società*, 2012, 12, 1357

<sup>11</sup> L’art. 39, comma 1°, lett. a), dispone che “il riscatto deve essere autorizzato dallo statuto o dall’atto costitutivo prima della sottoscrizione delle azioni riscattabili”.

<sup>12</sup> Meli, *sub art. 2355-bis*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di Niccolini e Stagno d’Alcontres, Napoli, 2004, I, 345.

Secondo, comunque, l'opinione prevalente, nulla osta (salvo il divieto generale per le società quotate) al valido inserimento delle clausole in statuto, dato anche l'interesse sociale ad esse sottese, consistente, tra l'altro<sup>13</sup>, nell'esigenza di facilitare l'accesso di *partners* finanziari, a condizione che sia assicurata un'equa valorizzazione della partecipazione detenuta dalla minoranza obbligata a vendere<sup>14</sup> e ad una ricostruzione operativa della clausola in concreto introdotta non si traduca di fatto nell'attribuzione al socio di maggioranza di un potere di escludere *ad nutum* il socio di minoranza<sup>15</sup>.

Ai fini dell'opponibilità ai terzi di buona fede dell'obbligo di co-vendita si richiede altresì la menzione formale del vincolo sul titolo<sup>16</sup>.

(iv) E' stato ritenuto insussistente, infine, il diritto statutario di co-vendita ("*tag-along*"), subordinato all'acquisto di azioni tale da consentire all'acquirente di disporre della maggioranza dei voti nell'assemblea ordinaria, in caso di alienazione in nuda proprietà di azioni, con riserva del diritto di usufrutto in capo all'alienante, senza attribuzione al nudo proprietario del diritto di voto sulle azioni cedute<sup>17</sup>.

---

<sup>13</sup> Ma è stata sottolineata anche l'utilità di ricompattare maggioranza e minoranza, eliminando i pregnanti poteri di controllo che nelle operazioni di finanza privata vengono abitualmente concessi al finanziatore, fonte di potenziali e pregiudizievoli conflitti interni.

<sup>14</sup> Secondo la massima H.I.19 del Comitato Interregionale dei Consigli notarili del Triveneto necessariamente non inferiore al valore spettante in caso di recesso secondo i criteri di cui all'art.2437-ter co. 2 e 4 c.c..

<sup>15</sup> Così la massima n. 88 della Commissione del Consiglio notarile di Milano del 22 novembre 2005.

<sup>16</sup> In questo senso de Luca, *Validità delle clausole di trascinamento ("drag-along")*, in *Banca, Borsa, Tit. Cred.* 2009, 2, 174; contra, Dentamaro, *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti, Bologna, 2009, pag. 161.

<sup>17</sup> App. Milano Sez. I, 27/09/2012, in *Le Società*, 2013, 7, 773.